VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

FUNDAMENTALS OF INVESTING

LAWRENCE J. GITMAN
SAN DIEGO STATE UNIVERSITY

MIÇHAEL D. JOEHNK
ARIZONA STATE UNIVERSITY

F O U R T H E D I T I O N

HarperCollins*Publishers*

ОСНОВЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

ЛОРЕНС ДЖ. ГИТМАН
УНИВЕРСИТЕТ САН-ДИЕГО

МАЙКЛ Д. ДЖОНК
УНИВЕРСИТЕТ ШТАТА АРИЗОНА

Перевод с английского

АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

МОСКВА • **Издательство «ДЕЛО»** • 1997

ББК 95.9(2)-93
Г46

Перевод с английского:
О.В.Буклемишев (предисловие, гл. 16,17, приложения А, Б, В),
С.П.Власенко (гл. 6, 7), *И.В.Ивашковская* (гл. 8, 10),
Ю.И.Лащинская (гл. 4, 5), *И.Т.Лащинский* (гл. 11, 12),
Е.Л.Леонтьева (гл. 1—3, 13—15), *Е.В.Шилова* (гл. 9)

Научное редактирование:
И.В.Ивашковская, доцент кафедры финансов и кредита экономического ф-та МГУ им. М.В.Ломоносова

Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.
Г46 Основы инвестирования. Пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — 1008 с.
ISBN 0-06-042362-5 (англ.)
ISBN 5-7749-0011-8 (русск.)

Книга является одним из наиболее популярных на Западе фундаментальных учебников по инвестированию.

Рассматриваются глобальные аспекты инвестиционной деятельности, роль инвестирования в экономике, стратегия и средства достижения инвестиционных целей, участники инвестиционного процесса, виды инвесторов и инвестиций, инструменты инвестирования и многое другое.

Книга написана живым языком, содержит многочисленные примеры из реальной практики, упражнения и задачи на закрепление материала.

В качестве приложения отдельным изданием выходит *«Руководство по изучению учебника "Основы инвестирования"» Э. Хеннигер, Т. Крюгера,* содержащее разнообразный материал методического и тренировочного характера.

Книга предназначена прежде всего студентам высших учебных заведений, слушателям различных учебных программ, аспирантам и преподавателям. Она несомненно будет полезна и для специалистов-практиков, деятельность которых связана с рынками ценных бумаг, финансами и банками, а также для менеджеров различных уровней.

Г $\frac{0605010204 — 018}{79С(03) — 97}$ **Без объявл.** **ББК 65.9(2)-93**

Published by arrangement with Harpercollins College Publishers.

Copyright © 1990 by Lawrence J. Gitman and Michael D. Joehnk
© Издательство "Дело", перевод на русский язык, оформление, 1997

ISBN 0-06-042362-5 (англ.)
ISBN 5-7749-0011-8 (русск.)

Содержание

Вступительная статья xiii

Предисловие 1

ЧАСТЬ I ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА 8

Глава 1 Роль и возможности инвестиций 9

Роль инвестиций 10

Определение инвестиций. — Структура инвестиционного процесса. — Участники инвестиционного процесса. — Типы инвесторов

Инвестирование 18

Экономическое значение инвестирования. — Инвестиционное вознаграждение. — Последовательность действий при инвестировании. — Новые явления в инвестировании. — Проблема этики

Финансовые инструменты 27

Краткосрочные инструменты. — Обыкновенные акции. — Ценные бумаги с фиксированным доходом. — Спекулятивные инвестиционные инструменты. — Другие распространенные инвестиционные инструменты

Краткое описание общей структуры данной книги 33

Часть I. Инвестиционная среда. — Часть II. Инвестиции в обыкновенные акции. — Часть III. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом. — Часть IV. Инструменты спекулятивных инвестиций. — Часть V. Альтернативные общедоступные инвестиционные инструменты. — Часть VI. Инвестиционное управление

Краткие выводы 35

Вопросы и задачи для повторения 37

Конкретные ситуации 38

Рекомендуемая литература 39

Глава 2 Инвестиционные рынки и сделки 40

Рынки ценных бумаг 41

Виды рынков. — Фондовые биржи. — Внебиржевой рынок. — Государственная регламентация рынка ценных бумаг. — Общие условия рынка: рынки "быков" и "медведей"

Порядок заключения сделок с ценными бумагами 57

Фондовые брокеры. — Основные виды приказов брокерам. — Трансакционные издержки, или затраты на проведение операций

Основные виды сделок 67

"Длинная" покупка. — Фондовые покупки в кредит. — Продажа "без покрытия"
Краткие выводы 88
Вопросы и задачи для повторения 90
Конкретные ситуации 93
Рекомендуемая литература 94

Глава 3 Источники информации и консультации для инвесторов 95
Как наладить контакт с миром инвестиций 96
Какие преимущества дает информация и сколько она стоит? — Виды информации и способы ее использования. — Источники информации
Рыночные индикаторы и индексы 118
Индикаторы и индексы рынка акций. — Индикаторы рынка облигаций. — Индекс портфеля мелкого инвестора
Консультанты по инвестированию 125
"Продукция" консультантов. — Регламентация деятельности консультантов. — Типы консультантов. — Стоимость консультаций по инвестированию. — Эффективное использование консультационных услуг. — Клубы инвесторов
Роль персонального компьютера в инвестировании 129
Использование персонального компьютера для управления инвестициями. — Компьютерная периферия. — Программное обеспечение. — Службы новостей и поиска и базы данных
Краткие выводы 137
Вопросы и задачи для повторения 138
Конкретные ситуации 140
Рекомендуемая литература 141

Глава 4 Разработка стратегий инвестирования 143
Цели и планы инвестирования 144
Инвестиционные цели. — Удовлетворение потребностей страхования жизни. — Количественное выражение инвестиционных целей. — Инвестиционная программа. — Инвестирование в различной экономической обстановке. — Инвестирование в течение жизненного цикла
Личные налоги 161
Основные источники налогообложения. — Виды доходов и ставки налогов. — Инвестиции и налоги
Удовлетворение потребностей в ликвидности: инвестирование в краткосрочные ценные бумаги 167
Роль краткосрочных ценных бумаг. — Широко распространенные объекты краткосрочного инвестирования. — Пригодность для инвестирования
Удовлетворение потребностей в пенсионный период: планирование на долгосрочную перспективу 183
Пенсионное планирование. — Пенсионные программы. — Финансирование программ Кеога и ИПС
Краткие выводы 197
Вопросы и задачи для повторения 199
Конкретные ситуации 201
Рекомендуемая литература 203

Глава 5 Измерение инвестиционного дохода и риска 204
Концепция дохода 205
Составляющие дохода. — Почему важен доход. — Уровень дохода

Стоимость денег во времени 210

Проценты — основной доход лиц, делающих сбережения. — Будущая стоимость: развитие концепции сложных процентов. — Будущая стоимость аннуитета. — Приведенная стоимость: развитие концепции будущей стоимости. — Приведенная стоимость потока дохода. — Определение достаточного инвестирования

Измерение дохода 221

Доходность за период владения активом. — Доходность: внутренняя ставка окупаемости. — Приблизительная доходность

Риск: "другая сторона медали" 230

Альтернатива "риск — доходность". — Источники риска. — Фактор "бета" — современный измеритель риска. — Использование фактора "бета" для оценки доходности

Краткие выводы 243

Вопросы и задачи для повторения 245

Конкретные ситуации 248

Рекомендуемая литература 250

ЧАСТЬ I ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: СТРАТЕГИИ И ОПЕРАЦИИ 251

ЧАСТЬ II ИНВЕСТИЦИИ В ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ 254

Глава 6 Обыкновенные акции как инвестиционный инструмент 255

Инвестиционная привлекательность обыкновенных акций 256

Что способны предложить акции. — Доходность акций в перспективе. — Преимущества и недостатки владения акциями

Основные характеристики обыкновенных акций 267

Обыкновенная акция как ценная бумага корпорации. — Покупка и продажа акций. — Права и процедуры голосования. — Стоимость обыкновенных акций. — Акции как форма страхования от инфляции

Дивиденды на обыкновенные акции 283

Принятие решения по выплате дивидендов. — Виды дивидендов. — Дивидендная политика

Виды обыкновенных акций и возможности их использования 292

Виды обыкновенных акций. — Альтернативные стратегии инвестирования

Краткие выводы 306

Вопросы и задачи для повторения 307

Конкретные ситуации 310

Рекомендуемая литература 312

Глава 7 Анализ обыкновенных акций 313

Принципы анализа финансовой деятельности компании 314

Экономический анализ 315

Экономический анализ и цикл деловой активности. — Определение экономических перспектив

Отраслевой анализ 325

Основная проблематика. — Оценка перспективы отрасли

Фундаментальный анализ 331

Концепция. — Финансовая отчетность. — Основные финансовые коэффициенты. — Интерпретируя финансовые коэффициенты

Краткие выводы 354
Вопросы и задачи для повторения 355
Конкретные ситуации 357
Рекомендуемая литература 359

Глава 8 Оценка обыкновенных акций, технический анализ рыночной конъюнктуры и эффективные рынки капитала 361
Оценка стоимости: определение критерия принятия инвестиционного решения 362
Оценка перспектив компании. — Оценка будущей доходности акций
Логика оценки стоимости акций 369
Процесс оценки стоимости. — Модели оценки стоимости акций. — Использование моделей оценки стоимости акций в принятии решений
Технический анализ 381
Принципы анализа рынка. — Измерение рынка. — Подходы к техническому анализу. — Использование технического анализа. — Построение графиков. — Завершающий вывод об инвестициях в акции
Гипотеза случайных движений и концепция эффективного рынка капиталов 397
Краткий исторический обзор. — Возможные применения. — Меняющийся облик рынка
Краткие выводы 408
Вопросы и задачи для повторения 409
Конкретные ситуации 412
Рекомендуемая литература 414

ЧАСТЬ II ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ 415

ЧАСТЬ III ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ 418

Глава 9 Облигации как инвестиционный инструмент 419
Зачем инвестировать капитал в облигации? 420
Оценка рынка облигаций с точки зрения перспектив. — Важнейшие черты выпуска облигаций. — Типы выпусков
Рынок облигаций 431
Инструменты рынка облигаций. — Особые выпуски. — Рейтинг облигаций. — Рыночные ставки процента. — Инвестиции на рынке облигаций
Оценка стоимости и операции с облигациями 467
Доходность облигаций и курсы. — Инвестиционные стратегии
Краткие выводы 479
Вопросы и задачи для повторения 481
Конкретные ситуации 483
Рекомендуемая литература 484

Глава 10 Привилегированные акции и конвертируемые ценные бумаги 485
Привилегированные акции 486

Привилегированные акции как инвестиционные инструменты. — Характеристики выпуска. — Оценка стоимости привилегированных акций. — Инвестиционные стратегии

Конвертируемые ценные бумаги 505

Конвертируемые ценные бумаги как инвестиционный инструмент. — Измерение стоимости конвертируемых ценных бумаг. — Инвестиционные стратегии

Краткие выводы 521

Вопросы и задачи для повторения 522

Конкретные ситуации 524

Рекомендуемая литература 525

ЧАСТЬ III ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ 527

ЧАСТЬ IV ИНСТРУМЕНТЫ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ 530

Глава 11 Опционы: "права", варранты, опционы "пут" и "колл" 531

"Права" 532

Особенности. — Инвестиционные преимущества

Варранты (ордера) 534

Что такое варрант? — Особенности варрантов. — Торговые стратегии

Опционы "пут" и "колл" 543

Определения и особенности. — Рынки опционов. — Определение стоимости опционов "пут" и "колл". — Торговые стратегии. — Опционы на фондовые индексы — Другие виды опционов

Краткие выводы 578

Вопросы и задачи для повторения 579

Конкретные ситуации 581

Рекомендуемая литература 582

Глава 12 Инвестиции в реальные активы, товарные и финансовые фьючерсы 583

Фьючерсный рынок 584

Рыночная структура. — Торговля

Биржевые товары 592

Основные характеристики. — Торговля товарными фьючерсами — Индивидуальный инвестор и товарные фьючерсы

Финансовые фьючерсы 602

Рынок. — Техника торговли. — Финансовые фьючерсы и индивидуальный инвестор — Опционы на фьючерсные контракты

Инвестиции в материальные активы 616

Материальные активы как сфера инвестирования. — Вложение капитала в реальные активы

Краткие выводы 628

Вопросы и задачи для повторения 629

Конкретные ситуации 632

Рекомендуемая литература 634

ЧАСТЬ IV ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: ОПЦИОНЫ И ФЬЮЧЕРСЫ 635

ЧАСТЬ V АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ОБЩЕДОСТУПНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ 638

Глава 13 **Взаимные фонды: косвенный путь на фондовый рынок** 639

Взаимные фонды как общественный феномен 640

Обзор взаимных фондов. — Особенности различных типов взаимных фондов

Виды фондов и услуг 664

Разновидности взаимных фондов. — Услуги инвесторам

Процесс вложения капитала во взаимные фонды 679

Как инвестор может использовать акции взаимных фондов. — Процесс выбора. — Показатели доходности

Краткие выводы 695

Вопросы и задачи для повторения 697

Конкретные ситуации 699

Рекомендуемая литература 700

Глава 14 **Инвестиции в недвижимость** 701

Постановка целей инвестиций в недвижимость 702

Инвестиционные характеристики. — Ограничения и цели. — Схема анализа

Факторы, определяющие стоимость 706

Спрос. — Предложение. — Объект. — Трансферт собственности

Оценка недвижимости 717

Оценка рыночной стоимости. — Прогнозирование доходов от инвестиций

Дом "Академик армз" 724

Цели инвестора. — Рамки анализа. — Факторы, определяющие цену. — Расчет доходности вложения. — Выводы и их интерпретация

Пассивные формы вложений в недвижимость 733

Трастовые инвестиционные фонды управления недвижимостью (REIT). — Партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью (RELP)

Краткие выводы 740

Вопросы и задачи для повторения 741

Конкретные ситуации 743

Рекомендуемая литература 745

Глава 15 **Инструменты с налоговой защитой и инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью** 746

Основные принципы налоговой системы и средства налоговой защиты 747

Налогооблагаемый доход. — Определение величины налогооблагаемого дохода. — Уход от налогов и отсрочка уплаты. — Инструменты налоговой защиты

Доход с правом на налоговые льготы 755

Доход, освобожденный от налога. — Способы отсрочки уплаты налога на следующий год. — Стратегии замещения текущего дохода приростом капитала. — Налоговые свопы: способ уменьшения или освобождения от налоговых обязательств

Отложенные аннуитеты и полисы страхования жизни с разовым взносом 763

Разновидности аннуитетов. — Особенности отложенных аннуитетов. — Пример отложенного аннуитета. — Отложенный аннуитет и пенсионные программы. — Фиксированный и "плавающий" аннуитет. — Аннуитеты в качестве инвестиционных

инструментов. — Полисы страхования жизни с единовременным взносом (SPLI) — популярная альтернатива

Как вкладывать капитал в партнерства с ограниченной ответственностью 775

Объединение капиталов и распределение риска. — Как работает партнерство с ограниченной ответственностью. — Популярные формы партнерств с ограниченной ответственностью. — Виды партнерств с ограниченной ответственностью: публичные и частные. — Что следует учитывать при инвестировании

Краткие выводы 788

Вопросы и задачи для повторения 790

Конкретные ситуации 791

Рекомендуемая литература 794

ЧАСТЬ V ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ И НЕДВИЖИМОСТЬ 795

ЧАСТЬ VI ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ 798

Глава 16 Управление портфелем 799

Принципы портфельного управления 800

Портфельные цели. — Риск и доходность: портфель или отдельные ценные бумаги. — Сформированный инвестиционный портфель

Традиционный подход к управлению портфелем и современная портфельная теория 806

Традиционный подход. — Современная портфельная теория. — Традиционный подход и современная портфельная теория: золотая середина

Построение портфеля на основе размещения активов 815

Характеристики инвестора. — Определение целей инвестора. — Цели портфельной политики. — Разработка схемы размещения активов

Управление портфелем в действии 822

Дара Ясакава — "чудо-женщина". — Боб и Гейл Вейс — победители лотереи. — Джулио и Джина Вителло, пенсионеры. — Люсиль Хатч, вдова

Краткие выводы 831

Вопросы и задачи для повторения 832

Конкретные ситуации 833

Рекомендуемая литература 836

Глава 17 Мониторинг инвестиционного портфеля 837

Оценка эффективности индивидуальных инвестиций 838

Получение необходимой информации. — Индексы эффективности инвестиций. — Измерение эффективности инвестиций. — Сравнение инвестиционных целей и полученных результатов. — Скорректированная с учетом риска и среднерыночных показателей норма доходности

Оценка эффективности портфеля 852

Измерение доходности портфеля. — Сравнение отдачи с общерыночными критериями. — Обновление портфеля. — Роль персональных компьютеров

Определение времени совершения сделок 860

Планы на базе формул. — Использование лимитного приказа и "стоп"-приказа. — Накопление ликвидности. — Определение времени продажи инвестиционных активов

Краткие выводы 869

Вопросы и задачи для повторения 870
Конкретные ситуации 872
Рекомендуемая литература 875

ЧАСТЬ VI ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗЕ КОМПЬЮТЕРНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ: УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ 876

ПРИЛОЖЕНИЯ 879

Приложение А. **Источники финансовой информации** **880**

Приложение Б. **Финансовые таблицы** **920**

Приложение В. **Краткие сведения о программах профессиональной сертификации** **937**

Глоссарий **942**

Предметный указатель **972**

Вступительная статья

Учебник, над которым завершена длительная и напряженная работа, — это уникальное издание на отечественном книжном рынке. Огромный материал, предложенный для осмысления, освещает главные современные финансово-экономические концепции, определяющие решения об инвестициях в такие популярные финансовые инструменты, как традиционные ценные бумаги акционерных компаний и государства, срочные контракты на ценные бумаги и биржевые товары, недвижимость, паи и ценные бумаги инвестиционных фондов.

Пожалуй, до сих пор в России еще не появлялось работ, где были бы соединены вместе столь разнообразные финансовые инструменты и даны рекомендации по их применению. Нет среди уже предложенных рынку и таких книг, которые в доступной для массового читателя форме смогли бы донести все характеристики комплекса финансовых инструментов. Авторы данной книги сумели найти баланс между сложными концепциями, без которых нельзя понять принципы принятия инвестиционных решений, и практическими рекомендациями по обоснованию грамотных действий вкладчиков денежных средств. Методично, шаг за шагом отслеживается прикладной срез концептуальных идей. Этой цели авторы добиваются прежде всего за счет самого построения книги. Вовсе не случайно уже в четвертой главе ставится задача показать, как можно подойти к формулированию собственной стратегии инвестиций, какие ориентиры для этого необходимы, какие расчеты нужны как минимум. Подробно, с цифровыми примерами, вам предлагают подсчитать доходность возможных вложений, объясняя и наглядно демонстрируя, зачем нужны различные подходы, какие конкретные приемы расчетов следовало бы предпочесть и в каких ситуациях. Авторы последовательно ведут читателя к пониманию современных подходов к управлению своими вложениями. Вы приобретаете знания об анализе долговых ценных бумаг, об особенностях приемов оценки стоимости и анализа акций, специфике более сложных финансовых инструментов в виде конвертируемых и производных ценных бумаг — от простейших (ордеров) до фьючерсов на фондовые индексы. И всякий раз, встречаясь с очередным финансовым инструментом, получаете комплекс информации о возможных стратегиях использования каждого из них. Книга завершается прямыми рекомендациями о подходах к формированию инвестиционного портфеля, о разработке схемы управления им.

Вероятно, может возникнуть вопрос: «А нужны ли российскому читателю знания об опционах, фьючерсах, варрантах, возможностях вложения денег в индексы с помощью производных ценных бумаг, об измерении систе-

матического риска эмитента, ведь в повседневной жизни россиянина эти явления все еще выглядят как некая "заморская экзотика"?» Но нельзя не признать, что стремительно меняется среда, в которой мы живем, появляются новые компоненты инфраструктуры финансовых рынков, решаются вопросы законодательства. Однако медленнее всего развивается и меняется наше собственное восприятие и мышление. Несомненное достоинство книги, которую вы держите в руках, заключается в том, что она дает не просто сумму сведений, в том числе о не столь уж непривычных для российского читателя инструментах инвестирования. Эти вопросы затрагиваются и в других книгах, хотя, как уже отмечалось выше, они уступают данному изданию по широте охвата проблемы. Отличительная особенность "Основ инвестирования" состоит, пожалуй, в том, что эта книга преподносит полный курс, обучающий читателя *мыслить* в категориях вложений, риска, соизмерения и сравнения дохода, индивидуальной политики инвестирования. Она не просто информирует, а подталкивает к *изменению парадигмы* мышления. Вы не сможете не увидеть другими глазами объективную нить развития событий в мире финансовых рынков, где конкуренция постепенно и неуклонно заставляет его участников создавать новые инструменты и вырабатывать новые приемы работы с ними.

Мы вступаем и все глубже втягиваемся в экономику альтернатив. Каждому из нас приходится делать выбор. Гораздо легче выбирать обыкновенные товары, так как процесс их оценки и приобретения прост и естествен. Сложнее покупать инвестиционные инструменты, так как с ними связаны разнообразные риски, а значит, и потенциальные потери, и возможные высокие доходы. Мы начинаем понимать нашу собственную финансовую ответственность за наше личное и семейное будущее. Как показывает чужой, но передовой опыт, эти три параметра — выбор, риск, ответственность — привели каждого из участников таких экономических систем к необходимости накопления средств и инвестирования. Планирование инвестиций, формирование портфеля вложений, управление таким портфелем требуют немалых знаний. Но прежде всего для выполнения этих функций необходимо специфическое мышление.

Авторы мудро и ненавязчиво выполняют задачу формирования системного взгляда у своего читателя. Во-первых, тем, что сумели изложить сложные проблемы доступно и ясно. Весьма характерный пример — это материалы глав 7 и 8 об оценке обыкновенных акций с подробным алгоритмом фундаментального анализа и наиболее практичных приемов технического анализа, оценки стоимости акции, развернутой на примере условной компании. Или главы 15, где речь идет о планировании налоговых выплат и продемонстрированы на конкретных примерах возможности экономии на налогах посредством вложений в ценные бумаги, страховые полисы. Во-вторых, тем, что, помимо наглядных *условных* примеров, авторы насытили книгу специальными вставками, иллюстрирующими на *реальных* примерах деловой жизни наиболее интересные моменты концепций и приемов анализа. Не случайно, чтобы зафиксировать ваше внимание на этих интереснейших фактах и мнениях, вставки названы "Проницательному инвестору". В-третьих, особую роль выполняют специальные задания, построенные на реальных ситуациях, которые предлагаются авторами практически к каждой главе книги. Задания заостряют проблему, заставляют размышлять, использовать только что приобретенные навыки расчетов и чтения финан-

совой информации. В-четвертых, читатель получает возможность не только познакомиться с положениями теории, но и сразу же проверить себя. *Руководство по изучению учебника "Основы инвестирования" Л.Гитмана, М.Джонка*, вышедшее отдельным изданием, выделяет наиболее существенные выводы из каждой главы, одновременно предлагая набор тестовых вопросов, заставляющих задумываться над прочитанным текстом, возвращаться к нему. Пусть вас не беспокоит этот "дух экзамена": авторы не только ставят вопросы о сути прочитанного, но и помогают с ответами. *Руководство* превращает работу читателя над книгой в своеобразный диалог как с авторами, так и с самим собой.

Наконец, необходимо подчеркнуть, что для российского читателя сложность проблемы формирования нового мышления связана с тем, что в родном языке очень многие понятия не нашли еще адекватного отражения. Уже представленная на книжном рынке России переводная финансовая и бухгалтерская литература свидетельствует о том, что процесс формирования нового финансового "словаря" весьма далек от завершения. Встречается достаточно много терминологических разночтений и прямых ошибок при переводе и трактовке учетных и финансовых понятий. Поэтому работа над идентичностью понятий, использованных в разных главах данной книги, их преемственностью была одним из приоритетов для тех, кто работал над этой книгой.

"Основы инвестирования" написаны для западной читательской среды, где обучение основам экономических знаний хорошо поставлено уже в рамках школьной ступени образования. И тем не менее, как это легко заметить, пролистав лишь несколько страниц, учебник насыщен определениями, толкующими основной понятийный аппарат. Для российского читателя в ряде мест внесены дополнительные комментарии, чтобы помочь освоить международную финансовую лексику учебника.

Итак, для кого же полезна эта книга?

Потребность в полноценном учебнике, выражающем стандарт современного экономического университетского образования по проблемам инвестиций в финансовые инструменты, назрела давно. Безусловно, такая потребность прежде всего связана именно со студенческим слоем читателей. Система высшего образования включает не только традиционные учебные заведения, предлагающие программы подготовки специалистов с пятилетним циклом обучения, но и вузы, где внедрены новые учебные планы для подготовки бакалавров по программам четырех лет обучения и магистров разных экономических направлений. Учитывая потребности учебных программ и реальное предложение на книжном рынке, можно рекомендовать этот учебник всем категориям студентов и слушателей — как тем, кто пришел в вуз со школьной скамьи, так и тем, кто завершает и совершенствует экономическое образование в магистратуре или других тренинговых циклах.

Аудитория для этого учебника в нашей стране далеко не ограничивается рамками вузовского экономического образования. Большинство специалистов российских компаний, занимающихся финансовыми проблемами и в том числе на руководящих должностях, в лучшем случае имеют отечественное бухгалтерское образование. Несмотря на возможный высокий стандарт бухгалтерской подготовки, ее тем не менее недостаточно, так как финансовый анализ и принятие финансовых решений требуют умений, которые су-

щественно отличаются от бухгалтерских навыков. Достаточно обратиться к главе 5 данного учебника, чтобы убедиться в том, что решения об инвестициях даже в традиционные ценные бумаги (акции и облигации) требуют непривычных способов расчетов. Поэтому хотелось бы рекомендовать всем, кто уже имеет высшее образование и работает в составе менеджмента компаний, особенно акционерных, глубоко ознакомиться с этим учебником и с *Руководством*. Они написаны так, что позволят самостоятельно освоить большой массив новых понятий, уловить методологию обоснования решений. Это тем более важно, если до учебных центров далеко и нет возможности оторваться от профессиональной деятельности. Знания о финансовых инструментах, принципах управления инвестициями в том объеме, в котором они представлены в учебнике, — неотъемлемый элемент современной культуры мышления руководящего персонала компании.

Хотелось бы также обратить внимание *массового читателя*: эта книга может служить своего рода энциклопедией для постепенной подготовки к вступлению в сложный мир планирования инвестиций, без чего, как следует из опыта западной рыночной экономики, невозможно полноценное ведение семейного бюджета.

И наконец, уважаемый читатель, опираясь на собственный педагогический опыт, нисколько не сомневаюсь в том, что многие из вас, поработав с этими книгами, захотят испытать себя и потренироваться в наиболее важных вопросах анализа и финансовой оценки предстоящих вложений в ценные бумаги. Для вас в виде отдельной книги готовится к печати еще одно *приложение* — сборник проблемных ситуаций по оценке стимости ценных бумаг, содержащий анализ реальных деловых ситуаций и написанный специально для этого учебника практическим специалистом в области инвестирования г-ном Дэвидом Мак Лафлином.

Ивашковская И.В.,
доцент кафедры финансов и кредита
экономического факультета МГУ
им. М.В.Ломоносова,
консультант Института экономического
развития Всемирного Банка

Предисловие

Учебник "Основы инвестирования" предназначен для инвесторов, которые активно занимаются (или собираются заняться) построением и мониторингом собственного инвестиционного портфеля. Он может эффективно использоваться в ходе изучения начального курса инвестирования, предлагаемого колледжами и университетами, неполными и местными колледжами, коммерческими и техническими учебными заведениями, программами профессиональной сертификации и курсами повышения квалификации. В книге описываются приемы, инструменты и стратегии воплощения инвестиционных целей через формирование портфеля с точки зрения альтернативного выбора между риском и доходностью. Она написана живым разговорным языком (там, где это допустимо) при активном использовании примеров для иллюстрации важных инвестиционных понятий, стратегий и приемов. Ряд рубрик и визуальных средств обогащает изложение, особое внимание уделяется обеспечению ровного уровня восприятия от первой до последней страницы. Очевидно, что легкость осмысления помогает не только студентам, но и преподавателям, чья задача упрощается.

ИЗМЕНЕНИЯ В ЧЕТВЕРТОМ ИЗДАНИИ

За последние несколько лет в практике инвестирования произошло много перемен, как позитивных, так и негативных. За 80-е годы фондовый рынок достиг новых высот, но в октябре 1987 г. он, испытав самый ощутимый крах в своей истории, вернулся к более низкой отметке. С тех пор рынок значительно повысил свою эффективность, хотя сравнительно высокая интенсивность его колебаний продолжает беспокоить многих инвесторов. Кроме того, произошли изменения в налогообложении; продолжались многочисленные процессы масштабных слияний, поглощений с использованием заемных средств и реструктуризации корпораций; были разработаны и продвинуты на рынок новые инвестиционные инструменты и стратегии; в компьютерных моделях были реализованы новые усложненные торговые стратегии; некоторые профессионалы в сфере инвестиций были обвинены в инсайдерной торговле.

Принимая во внимание временные ограничения, с которыми неизбежно сталкиваются преподаватели инвестирования, эти экономические и рыночные изменения обусловили необходимость появления настоящего основательно переработанного четвертого издания книги. На основе информации, полученной как от академических ученых, так и от практикующих инвестиционных профессионалов, обратной связи с "пользователями", колле-

гами и студентами, а также собственного опыта, приобретенного при использовании текста, нами был разработан для нового издания детальный план переработки. Мы решили, что такие темы, как применение персональных компьютеров, дерегулирование финансовых рынков и революция в сфере финансовых услуг, должны, как и ранее, занимать ведущее место и в новом издании. Наряду с этим особое внимание привлекается к развитию инвестиционных стратегий с акцентом на проблеме ликвидности и необходимости учета налоговых характеристик. Основные трансформации в этом издании относятся к двум категориям — это изменения общего характера и содержания.

Изменения общего характера

С целью сохранения актуальности материала и лучшей организации текста, а также усиления его обучающих свойств были произведены три изменения общего характера.

Злободневные темы. Ряд событий и проявившихся после "черного понедельника" проблем преображают облик финансовых рынков, инвестиционные инструменты, стратегии и приемы. Все существенные изменения были вкраплены в текст для сохранения его цельности. Были включены следующие темы: глобализация финансовых рынков; этика и торговля инсайдеров; риск неблагоприятных событий; выкупы и поглощения с использованием заемных средств; программная торговля; схемы размещения активов. Их обсуждение должно дать студентам понимание реалий инвестиционной среды, что позволит им в дальнейшем разрабатывать и воплощать адекватные и эффективные инвестиционные стратегии.

Вставки "Проницательному инвестору". Данные вставки, соотносящие истории или события из реальной жизни с основным изложением, включены и в это издание. Каждая из двух вставок, содержащихся в каждой главе, теперь связана с соответствующим фрагментом текста. Примерно две трети вставок появились в этом издании впервые. В конечном итоге связь текста и вставок должна значительно улучшить восприятие материала студентами.

Глоссарий на полях. Ключевые термины и их определения появляются на полях там, где они впервые встречаются в тексте. Такое построение глоссария заменяет использовавшийся в предыдущих изданиях список ключевых терминов в конце глав. При этом книга по-прежнему содержит отдельный глоссарий в конце книги. Глоссарий на полях позволит студентам быстро усваивать и понимать новые термины, а глоссарий в конце книги, как и ранее, обеспечит возможность быстрого поиска определений ключевых понятий.

Изменения содержания

Кроме того, был сделан ряд других важных, но менее радикальных изменений:

1. В гл. 1 добавлено обсуждение глобализации финансовых рынков и вопросов этики, включая разбор проблемы торговли инсайдеров.

2. Глава 2, посвященная инвестиционным рынкам и сделкам, теперь включает обсуждение арбитражных процедур разрешения споров между инвесторами и брокерами, а также описывает "счет-пакет" — новый тип брокерского счета.
3. Глава 3 посвящена современным источникам инвестиционной информации и получения консультаций; наряду с этим серьезно переработан раздел о роли персональных компьютеров в инвестировании, в который включено краткое описание основных инвестиционных программных средств компании "Доу Джонс".
4. Глава 4, посвященная разработке инвестиционных стратегий, была заметно обновлена и теперь включает описание полисов страхования жизни с переменной суммой, управляемых счетов и обращающихся депозитных сертификатов.
5. Начисление процента на процент, ключевое предположение, лежащее в основе понятия доходности, теперь разъясняется в гл. 5, которая посвящена измерению дохода и риска. Кроме того, в этой главе добавлено обсуждение риска неблагоприятных событий.
6. Подробное описание краха рынка в октябре 1987 г. включено в гл. 6, наряду с анализом статистики, связанной с эффективностью инвестиций на фондовом рынке за последние 40 лет.
7. В гл. 7 появилось обсуждение отчета о прибылях и убытках, ныне обязательно включаемого в ежегодную отчетность компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке.
8. Глава 8, посвященная оценке акций, теперь содержит большой параграф о корпоративных поглощениях, выкупе контрольного пакета акций с использованием заемных средств и программной торговле, а также об их воздействии на рынок.
9. В гл. 9 об облигациях включен материал о секьюритизации и ценных бумагах, обеспеченных активами; кроме того, для панорамного обзора также приведена информация об отдаче долговых инструментов за последние 40 лет.
10. В гл. 10 теперь рассказывается о привилегированных акциях с натуральными выплатами, своеобразном аналоге бросовых облигаций.
11. Глава 11 надлежащим образом скорректирована для описания новых опционных инструментов.
12. Глава 12 дополнена материалами о программной торговле на основе индексного арбитража.
13. В гл. 13 расширены описание процесса выбора взаимного фонда и материал о фондах с "нагрузкой", сборах и комиссиях, взимаемыми взаимными фондами.
14. Глава 15, посвященная "налоговым убежищам" и товариществам с ограниченной ответственностью, существенно переработана, что позволило отразить последние изменения в налоговом законодательстве и его трактовке; помимо этого, обсуждение страхования жизни с единственной премией пересмотрено для отражения законодательного ограничения его привлекательности как инструмента ухода от налогообложения.
15. В гл. 16 по портфельному управлению объяснены и проиллюстрированы процедуры построения портфеля с использованием схем размещения активов.

ОБУЧАЮЩИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

Текст отличает множество полезных с педагогической точки зрения свойств. Среди них: универсальное, но гибкое построение, сформулированные цели изучения, глоссарий на полях, многочисленные примеры, интересные вставки, разнообразный материал в конце глав, разделы, посвященные инвестиционному управлению на основе компьютерных технологий, а также ряд полезных приложений. Кроме того, послав запрос издателю, в дополнение к этой книге можно получить приложение "Определение стоимости", где его автор — Дэвид Маклафлин из компании "Чейз инвестмент каунсэл" — более подробно останавливается на основных понятиях оценки, введенных в книге.

Универсальное, но гибкое построение

Текст — логически последователен. Начиная с описания инвестиционной среды, включающей понятия отдачи и риска, рассматривается каждая из наиболее популярных категорий инвестиционных инструментов — обыкновенные акции, ценные бумаги с фиксированными доходами, спекулятивные вложения, недвижимость и средства ухода от налогообложения. Заключительный раздел содержит две главы по управлению инвестициями, в которых все инвестиционные инструменты увязываются воедино. Хотя первую и последнюю части текста лучше всего осваивать в начале и конце курса, изучение конкретных инвестиционных инструментов может проводиться в соответствии с предпочтениями преподавателя.

При построении каждой главы мы старались не упускать из виду аспект, связанный с принятием решений. Указывая на плюсы и минусы различных стратегий и инструментов, мы дали полезную информацию, но оставили на усмотрение индивидуальных инвесторов выбор тех действий, которые соответствуют их целям. Кроме того, мы попытались разъяснить каждый из инструментов и стратегий так, чтобы студент воспринял не только абстрактное определение, но действительно приобрел понимание процедуры принятия решений и последствий каждого из задуманных инвестиционных действий. Универсальная, но гибкая структура позволяет легко адаптировать книгу для различных целей обучения и способов построения курса.

Цели изучения

Каждая глава начинается с формулировки шести целей, устанавливающих понятия и материалы, которые должны быть изучены в ней.

Глоссарий на полях

Основные термины выделяются полужирным шрифтом; когда они впервые встречаются в тексте, им дается определение в тексте и на полях. Все термины глоссария на полях также включены в отдельный глоссарий в конце книги.

Многочисленные примеры

Текст содержит множество примеров и иллюстраций, которые помогают понять сложные вопросы.

Интересные вставки

Каждая глава содержит по две вставки под рубрикой "Проницательному инвестору", в которых излагаются ситуации или события из реальной жизни. Эти вставки, иллюстрирующие понятия из основного текста и оживляющие изложение, связаны с соответствующими темами в тексте.

Материалы в конце главы

Для того чтобы студенты могли повторить и закрепить в памяти описанные в каждой главе понятия, инструменты и приемы, в конце глав приводятся следующие важные материалы:

Краткие выводы. Каждая глава заканчивается резюме основных понятий и идей.

Вопросы и задачи для повторения. Примерно 20 разнообразных обзорных вопросов и задач приведены в конце каждой главы для самостоятельной работы студентов. Как и в предыдущем издании, авторы стараются предложить максимально возможное число проблемных вопросов, при этом сохраняя баланс с вопросами общего характера.

Конкретные ситуации. Каждая глава заканчивается двумя конкретными ситуациями. Эти краткие описания побуждают студента применять приемы, представленные в тексте главы, и сформулировать рекомендации для решений той или иной конкретной инвестиционной проблемы.

Рекомендуемая литература. Список рекомендуемой литературы отсылает студента к статьям в таких изданиях, как "Беррон'з", "Чайнджинг таймс", "Файненшл уорлд", "Форбс", "Мани", "Уолл-стрит джорнел" и др. Эти актуальные материалы позволяют студентам приобрести углубленное понимание инвестирования на основе изучения популярной прессы.

Разделы "Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий"

В конце каждой из шести частей текста имеется раздел "Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий". Каждый из этих разделов включает описание прикладного программного обеспечения и аннотированный список отдельных популярных инвестиционных компьютерных программ, которые соответствуют материалу, изложенному в данной части книги. Этот материал позволит студентам ознакомиться с имеющимися прикладными программами для различных видов инвестиционного анализа и управления.

Полезные приложения

Помимо всего прочего, книга включает три приложения. Приложение А содержит подробные списки источников финансовой информации и ведущих взаимных фондов (последний включает также основные семейства фондов). Материал в данном приложении должен помочь студентам в получении по-

лезной информации о конкретных ценных бумагах и в мониторинге инвестиционных возможностей, связанных со взаимными фондами. Приложение Б содержит полный комплект финансовых таблиц, которые могут использоваться при проведении инвестиционных вычислений. Приложение В посвящено справочным сведениям о программах профессиональной сертификации, включая основные профессиональные звания, требования, предъявляемые к их соискателям, и почтовые адреса для получения дополнительной информации.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ

Для облегчения и усовершенствования процессов преподавания и обучения имеется ряд дополнительных материалов.

Руководство

Обзорное пособие для студентов «Руководство по изучению книги "Основы инвестирования"», подготовленное Элизабет Хеннигер из Университета Сан-Диего и Томасом М. Крюгером из Висконсинского университета, полностью переработано. Каждая глава руководства содержит резюме и краткий план главы, вопросы для самопроверки, а также задачи с подробными решениями.

ВЫРАЖЕНИЕ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ

Множество людей великодушно оказывали нам содействие в ходе первоначального написания и переработки этой книги. Экспертные советы, практический опыт преподавателей и общие консультации коллег и практиков оказались бесценными. Отзывы и предложения со стороны студентов по всей стране, получать которые нам было особенно приятно, укрепили нашу веру в необходимость создания нового, информативного и содержательного учебника по инвестициям.

При первоначальном написании данной книги ряд специалистов предоставили нам обстоятельные экспертные консультации по конкретным вопросам. Это — Терри С. Мэнесс из Бэйлорского университета, Артур Л. Шварц, мл. из университета Южной Флориды в Санкт-Петербурге (США) и Гэри У. Элдред. Мы высоко оцениваем их вклад. Кроме того, издательство "Харпер энд Роу" собрало профессиональные отзывы от большой группы рецензентов. Мы благодарим их за многочисленные предложения и критические замечания, которые оказали заметное воздействие на различные стороны нашего труда. Нашу особую благодарность мы высказываем следующим людям, которые рецензировали эту книгу полностью или частично для настоящего и предыдущих трех изданий:

Гэри Бейкер
Хариша Батра
Сесил К. Байгелоу
Ричард Б. Беллинфант
А. Дэвид Брамметт
Гэри П. Кейн
Даниэл Дж. Картелл
П.Р. Чэнди
Уэстон А. Маккормак
Дэвид Дж. Маклафлин
Кейт Мэнко
Кэти Миллигэн
Уоррен Э. Меллер
Хомер Мер
Джозеф Ньюхауз
Джозеф Ф. Олливьер

Дэвид М. Корделл
Тимоти Коулинг
Роберт М. Кроу
Клиффорд А. Диболд
Джеймс Данн
Бетти Мари Дюатт
Стивен Дж. Элберт
Франк Дж. Фабоцци
Роберт А. Форд
Гарри П. Гюнтер
Элизабет Хеннигер
Роберт Д. Холлинджер
Роланд Хадзон, мл.
А. Джеймс Иффландер
Доналд У. Джонсон
Дэниел Дж. Кауфманн, мл.
Дэвид С. Кидвелл
Шери Коул
Томас М. Крюгер
Роберт Т. Леклер
Джон Парк
Стефен У. Прюит
Уильям А. Ричард
Уильям А. Рини
Рой А. Роберсон
Эдвард Розалевич
Уильям Дж. Ракстел
Гэри Дж. Шларбаум
Кейт В. Смит
Харолд У. Стивенсон
Нэнси Э. Стриклер
Гленн Т. Свини
Филлип Д. Тейлор
Роберт К. Тютинг
Алан Дж. Туарк
Джон Р. Вигель
Гленн А. Витт, мл.
Джон К. Вудс
Ричард Х. Янов

Поскольку в данном издании книги освещается широкий спектр вопросов, мы обращались за консультациями ко многим экспертам, которых нам хотелось бы поблагодарить. Мы также хотели бы выразить благодарность их фирмам-работодателям за предоставленное нам разрешение воспользоваться оценками этих экспертов и их глубокими знаниями о последних событиях. В частности, мы хотим упомянуть следующих лиц и организации: Рассел Л. Блок, Сан-Диего, шт. Калифорния; Н. Артур Халик, "Инвестмент планнинг энд менеджмент", Скотсдэйл, шт. Аризона; Билл Кейн, "Кэйн файненшл сервис", Дэйтон, шт. Огайо; Стенли Дж. Кац, "Пруденшл-бейч секьюритиз", Дэйтон, шт. Огайо; Роберт Л. Хаузер, ""Волли нешнл бэнк", Феникс, шт. Аризона; Линда Тауфен, "Норзен траст бэнк", Таксон, шт. Аризона; Дэвид Дж. Маклафлин, "Чейз инвестмент каунсел корп.", Шарлоттесвилль, шт. Вирджиния; Джек Лэндис, "Лэндис энд эссошиэйтс иншуранс", Энглевуд, шт. Огайо; Роберт Мур, "Пейн Уэбберр", Седона, шт. Аризона; Эдвин П. Морроу, "Конфиденшл планнинг сервис, инк.", Миддлетоун, шт. Огайо; Майкл Р. Мерфи, "Цептер инвестмент каунсел", Торонто, Онтарио, Канада; Рональьд С. Притекин, Дэйтон, "Кулидж, Уолл ко., ЛПА", Дейтон, шт. Огайо; Джон Ричардсон, "Харрис траст ко. оф Аризона", Скотсдэйл, шт. Аризона; Пэт Рапп, "ИДС, инк.", Дейтон, шт. Огайо; Р. Дэниел Садлиер, "Бэнк ван", Дейтон, шт. Огайо; Фред Уивер, "Грейт уэстерн бэнк", Феникс, шт. Аризона.

ЧАСТЬ I

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА

Часть I включает:

Глава 1. Роль и возможности инвестиций

Глава 2. Инвестиционные рынки и сделки

Глава 3. Источники информации и консультации для инвесторов

Глава 4. Разработка стратегий инвестирования

Глава 5. Измерение инвестиционного дохода и риска

ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ

ИНВЕСТИЦИИ В ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ	ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ
ИНСТРУМЕНТЫ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ОБЩЕДОСТУПНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Глава 1
Роль и возможности инвестиций

Изучив эту главу, вы сможете:

- Понять смысл термина *инвестиции* и определить, по каким признакам их принято делить на различные виды.
- Составить представление об участниках инвестиционного процесса, типах инвесторов и доходов от инвестиций.
- Узнать, из каких действий состоит процесс инвестирования и что нового появилось в этом процессе в последнее время.
- Получить представление о системе инструментов инвестирования, включая краткосрочные ценные бумаги, обыкновенные акции и ценные бумаги с фиксированными доходами, в том числе облигации, привилегированные акции и обратимые ценные бумаги.
- Узнать о других широко распространенных видах инвестиций: опционах, товарных и финансовых фьючерсах, инвестициях в реальные активы и недвижимость, во взаимные фонды, а также в инструменты, защищающие доходы от налогов.
- Познакомиться с содержанием и общим планом построения книги.

Хотели бы вы заработать миллион долларов, купить хороший дом, дорогую машину и летать по белу свету на собственном реактивном самолете? Вы бы не отказались? Но вряд ли вы сможете так разбогатеть. Разве что получите в наследство или выиграете в лотерею большие деньги или же просто "окажетесь в нужный момент в нужном месте"; в противном случае у вас, скорее всего, не будет миллиона долларов. Но может быть, вам хватило бы и половины? Наверное, да. Вряд ли эта книга поможет заработать миллион; зато она поможет вам наилучшим образом использовать те деньги, которыми вы располагаете. Эта книга подскажет вам, как установить цели инвестирования и достичь их путем создания *портфеля*, содержащего набор инвестиционных инструментов, который даст вам приемлемый уровень прибыли при приемлемом для вас уровне риска. Знакомство с организацией и процедурами инвестирования, связанными с этим затратами, сильными и слабыми сторонами различных альтернативных инструментов и стратегией инвестирования существенно увеличит ваши шансы на достижение серьезного финансового успеха. В данной главе излагаются основы важнейших концепций, понятий, приемов и техники инвестирования, о которых будет идти речь в дальнейшем.

РОЛЬ ИНВЕСТИЦИЙ

Термин "инвестиции" имеет несколько значений. Он означает покупку акций или облигаций с расчетом на некоторые финансовые результаты; им обозначаются также реальные активы, например машины, которые требуются для производства и продажи некоего товара. В самом широком смысле инвестиции обеспечивают механизм, необходимый для финансирования роста и развития экономики страны. Чтобы дать общее представление о роли инвестиций, вначале обратимся к основным понятиям, рассмотрим структуру инвестиционного процесса, его участников, типы инвесторов.

Определение инвестиций

Инвестиция — *это способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода.*

Ценные бумаги, или фондовые ценности, *— это инструменты вложения денег, представляющие собой чьи-либо долговые обязательства или обеспечивающие право участия в компании в качестве собственника, право покупки или продажи доли в компании.*

Проще говоря, **инвестиция** — это любой инструмент, в который можно поместить деньги, рассчитывая сохранить или умножить их стоимость и (или) обеспечить положительную величину дохода. Свободные денежные средства — не инвестиция, так как ценность наличных денег может быть "съедена" инфляцией и они не могут обеспечить никакого дохода. Если ту же сумму денежных средств поместить на сберегательный счет в банке, то их можно назвать инвестицией, так как счет гарантирует определенный доход. Существуют разнообразные формы помещения капитала, которые различаются по ряду факторов: в ценные бумаги и недвижимость; в долговые обязательства; акции и опционы; с меньшим или большим риском; на короткий или длительный срок; прямые и косвенные.

Ценные бумаги и имущественные вложения

Инвестиционные инструменты, подтверждающие долговые обязательства либо участие в компании на правах собственника, законное право продать либо купить определенную долю участия, называются **ценными бумагами или фондовыми ценностями**. Главные виды фондовых ценностей — это облигации, акции и опционы. **Имущественным вложением** называется поме-

Имущественные вложения — *это вложения в реальные активы компании или личное реальное имущество.*

Реальные активы — *это земля, постройки и все, что постоянно "привязано" к земле.*

Реальное личное имущество — *это золото, антиквариат, произведения искусства и другие коллекционные предметы.*

Прямая инвестиция — *это вложение капитала, при котором инвестор напрямую приобретает требование к активам в виде фондовых или имущественных ценностей.*

Косвенная инвестиция — *это вложение средств в портфель, иначе говоря, набор ценных бумаг либо имущественных ценностей.*

Взаимный фонд — *это диверсифицированный набор ценных бумаг.*

Долговые ценные бумаги — *это средства, вложенные в обмен на получение дохода в форме процента, и обязательство возврата суммы долга в установленный срок.*

Участие в капитале, или долевое вложение, — *это доля владельца в капитале определенной компании или имуществе, не связанная с временными ограничениями.*

Акция — *это долевая ценная бумага, дающая покупателю право на участие в капитале компании.*

щение капитала в такие имущественные ценности, как реальные активы компании или личное вещественное имущество. Реальные активы включают землю, постройки и все, что постоянно "привязано" к земле; личное вещественное имущество состоит из таких предметов, как золотые вещи, антиквариат, произведения искусства, и других предметов, которые служат объектами коллекционирования. Вложения в фондовые ценности распространены очень широко, но многие предпочитают вкладывать деньги в имущественные ценности, дающие приятное ощущение собственности: ведь их можно видеть и осязать. Но мы остановимся главным образом на фондовых ценностях, поскольку они являются наиболее популярными и продаются на организованных рынках.

Прямые и косвенные инвестиции

Прямая инвестиция — это форма вложений, которая дает инвестору непосредственное право собственности на ценную бумагу или имущество. Например, когда инвестор покупает акцию, облигацию, ценную монету или участок земли, чтобы сохранить стоимость денег или получить доход, он осуществляет прямое инвестирование. **Косвенная инвестиция** — это вложение в портфель, иначе говоря, набор ценных бумаг или имущественных ценностей. Например, инвестор может купить акцию **взаимного фонда**, который представляет собой диверсифицированный набор ценных бумаг, выпущенных различными фирмами. Сделав эту покупку, инвестор будет обладать не требованиями к активам отдельно взятой компании, а долей в портфеле. Можно также сделать косвенное вложение в имущественные ценности, например купить долевое участие в компании с ограниченной ответственностью, работающей с недвижимостью, нефтяными скважинами и т.д. Многие инвесторы предпочитают делать прямые вложения, но и у косвенных есть свои привлекательные черты.

Облигации, акции и опционы

Как правило, инвестиции связаны либо с интересами кредитора, либо с участием в капитале в качестве собственника. **Долговые ценные бумаги** как вложение в невещественный актив представляют собой средства, данные в долг в обмен на право получения дохода в виде процента, и обязанность заемщика вернуть сумму долга в указанное время. Когда инвестор покупает долговые финансовые инструменты, например *облигацию*, он фактически кредитует того, кто выпустил эту облигацию в обращение и берет обязательство платить установленные проценты в течение оговоренного времени, по истечении которого обязуется возвратить первоначальную сумму займа. **Участие в капитале, или долевые вложения**, представляет собой ограниченное во времени право собственности на долю капитала компании. Долевое вложение возможно в форме владения ценной бумагой или в форме титула собственности на определенное имущество. Обычно инвестор приобретает право участия в капитале компании, покупая ценные бумаги, известные под общим названием **акции**. **Опционы** не относятся ни к долговым инструментам, ни к долевым; это ценные бумаги, дающие инвесторам право купить другую ценную бумагу или актив по заранее установленной цене по истечении оговоренного срока. Например, инвестор может заплатить 500 долл. за опцион на по-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

"Высокий, практически гарантированный доход — это, скорее всего, финансовая афера!"

Есть на свете ловкий жулик, мечтающий прикарманить ваши денежки. Может быть, он живет в Денвере, шт. Колорадо, а может — в Солт-Лейк-сити, шт. Юта, или в Майами, шт. Флорида, или в Ньюпорт-Бич, шт. Калифорния. Во всяком случае, они любят селиться в этих городах. А может быть, они караулят вас совсем рядом — в местном филиале вашей любимой брокерской фирмы.

Мошеннические финансовые операции — это многомиллиардный бизнес, и он постоянно расщиряется. Его жертвами становятся как состоятельные бизнесмены, адвокаты, люди свободных профессий, так и люди попроще, желающие инвестировать свои деньги. Жулик, или "жук", как их называют власти, которые за ними охотятся, может оказаться речистым малым, в увесистых золотых цепочках и с массивным перстнем на мизинце, а может обернуться солидным финансистом в хорошо сшитом костюме и с кучей престижных дипломов. У них есть откровенно уголовные приемы вроде продажи по телефону несуществующих золотых монет. Но некоторые мошенничают более тонко, и их труднее разгадать.

Например, возьмем продажу "копеечных" акций. Есть фирмы, продающие недорого и на вполне законных основаниях акции новых, только начавших деятельность компаний в таких отраслях, как добыча нефти или общественное питание (закусочные по лицензиям известных фирм). Акции практически любой новой компании — весьма спекулятивный товар по самой своей природе, хотя для инвесторов, желающих снять сливки с рискованной операции, покупка таких акций — абсолютно законное вложение капитала. Но некоторые фирмы-"мотыльки" успевают озолотиться на продаже "копеечных" акций третьеразрядных компаний. Что самое ужасное, они так ловко манипулируют курсами этих акций, что инвесторы, в конце концов, платят бешеные деньги за ничего не стоящие бумажки. Это случается почти каждый день.

Так, в шт. Юта они придумали "слепой пул" (название вполне точное). Участники "слепого пула" собирают наличные деньги — много денег — под некие неуточненные проекты. Нередко деньги оседают в карманах участников "пула". Но инвесторы все равно приходят и снова приносят деньги. Это печально, не так ли?

Это какой-то финансовый супермаркет типа "поля чудес в стране дураков". Инвесторы могут покупать ничего не стоящие акции, фальшивые фьючерсные контракты, несуществующие золотые слитки и монеты, бриллианты, которых никогда не было на свете, непригодную для эксплуатации недвижимость и так далее в том же роде. Совершают эти сделки, не выходя из уютных гостиных, так как многие жулики проворачивают дела по телефону или по почте.

Но почему люди вкладывают деньги непонятно во что? Многие делают это в силу обыкновенной жадности. Стоит ли вкладывать средства в казначейские билеты, которые приносят только 6%, думают они, если некий милый человек обещает по телефону 40% в год, почти гарантируя такую норму прибыли в случае инвестирования в проекты по сдаче в аренду нефтяных скважин или в товарные фьючерсы? Да, конечно, риск есть. Но ведь риск есть в любых инвестициях! И если все получится, как славно будет рассказать приятелям, что вы заработали 12 000 долл., вложив деньги в аренду недооцененных нефтяных месторождений Аляски.

Есть одно простое правило самозащиты от столь коварных предложений: не ведите разговоров с незнакомыми людьми. Ни в коем случае не давайте им денег. Правда, это правило пригодно не для всех ситуаций. Бывает, что искушенные инвесторы, которых не возьмешь на телефонный разговор, попадаются на крючок при личном контакте.

Однако далеко не всегда подводит только жадность. Вы можете в пылу создания своей карьеры торопить ход дел. Вам нужен дельный совет или же кто-нибудь, кто вложил бы ваши деньги для вас. Или, к примеру, вы получили большое наследство либо

удачно заработали на операциях с недвижимостью и т.д., а теперь ищете, куда бы поместить капитал. И вам вспоминается один парень, вы видели его в гостях у своего друга, там еще жарили целого барашка на свежем воздухе; неглупый был человек. И симпатичный. Дать ему немного денег, пусть попробует. И еще оказывается, ваш друг давал ему деньги и не прогадал. И еще как не прогадал. Друг советует рискнуть.

Но лучше не гони, ковбой. Можешь, конечно, воспользоваться дружеским советом, но проверь человека сам. Если он предлагает войти в долю в товариществе закрытого типа, которое он сам организует, то лучше всего присмотреться к предложенной сделке. Наш совет заслуживает многократного повторения: *изучите сделку!* Слишком часто инвесторы действуют не глядя.

У этого человека хорошая репутация? Как и у большинства тех, кто прикарманивает чужие деньги. Их самые испытанные приемы — это классические ловушки. "Жук" начинает с обещания огромной прибыли. Как только возникает приток денег от инвесторов, он возвращает им часть поступлений и заявляет, что это прибыль от блестящих валютных операций или от огромных ананасовых плантаций на краю Сахары. Инвесторам все равно, что происходит, пока им идет "прибыль". И у "жука" все хорошо, пока ему удается обеспечивать приток наличных.

Но рано или поздно у кого-то возникают подозрения. Вмешиваются власти, и выясняется, что нет ни валюты, ни ананасов, ни денег. Мошенник промотал их, спрятал, потерял. Его, вероятно, посадят. А инвесторы пойдут домой есть хлеб без масла и высчитывать, как бы им расплатиться с ипотечными займами. Но им всего-то следовало прежде присмотреться к сделке.

Еще один совет: если вы кого-то наняли для присмотра за вашими вложениями, не выпускайте этого человека из поля зрения. «Следите за своими вложениями и встречайтесь с финансовым советником хотя бы раз в квартал, — рекомендует Эдвард Ф. Гарсиа, дипломированный специалист по финансовому планированию, работающий в компании "Дин Уиттер Рейнолдс". — Отвечайте за свои деньги и не надейтесь на других».

Подобную ошибку допустили клиенты финансового советника Стивена Генри в Лос-Анджелесе — теперь они расплачиваются за нее. Генри убедил сотни клиентов, в том числе адвокатов, врачей и пр., передать ему деньги. Он брал по 300 долл. за час консультирования и заявлял, что вкладывает деньги клиентов в высокодоходные депозитные сертификаты. Но клиенты не получали независимого подтверждения сделок; вместо этого Генри посылал им письма на бланках своей фирмы с детальным описанием финансового инструмента, вплоть до серийных номеров депозитного сертификата. Когда клиенты запросили подтверждения в банке, он стал тянуть время. Когда они стали требовать вернуть деньги, Генри пытался их отговаривать.

Как выяснилось, депозитных сертификатов не существовало вовсе. Генри положил деньги на свой счет в банке. В числе жертв оказались репортер местного телевидения и немало известных специалистов. Его лучший друг вложил около 400 тыс. долл. Вот что значит доверять своему впечатлению о человеке.

Вы скажете, что имеете дело только с респектабельными фирмами? Это хорошо, но и они могут вас обмануть. Случалось, что брокеры самых известных фирм обманывали клиентов, посылая им фальшивые выписки из банковских счетов. По выпискам выходило, что клиенты получали прибыль. На самом деле брокеры плохо управляли деньгами клиентов или попросту крали их. «Следите за выписками из банковских счетов, — предупреждает Чейз Адамс, финансовый консультант фирмы "Меррилл Линч" из г. Бока Рейтон, шт. Флорида. — Неплохо нанести визит брокеру, познакомиться с его шефом и попросить бухгалтерский отдел показать вам выписку из вашего счета. Так вы получите подтверждение слов вашего брокера из независимого источника».

Вы считаете, что прекрасно разбираетесь в людях? Вы с первого взгляда распознаете обманщика? Эта публика — профессионалы. Они нередко выглядят как вполне компетентные, надежные и даже заботливые люди, которые и мухи не обидят. Но отнимут у вас денежки.

Источник: "Scams, Dupes, Grafts, and Goldbricks", *Private Clubs*, November/December 1988, pp. 10—13.

Опционы — *это ценные бумаги, дающие инвестору возможность приобрести другие ценные бумаги или иные активы по льготной цене в оговоренное время.*

купку 2%-й доли в капитале "Алекс компани" по цене 30 000 долл. в период до 31 декабря 1999 г. Если в настоящее время 2% акционерного капитала этой компании стоят только 24 000 долл., инвестор не стал бы использовать права, которые ему дает опционный контракт. Вложения в опционы распространены не так широко, как различные виды долговых и долевых инструментов, но их популярность быстро растет.

Высокорискованные и малорискованные инвестиции

Иногда инвестиции различаются по степеням риска. В области финансов под *риском* понимается возможность того, что абсолютная либо относительная величина прибыли на инвестицию окажется меньше ожидаемой, иначе говоря, термин "риск" означает возможность получения нежелательного результата. Чем шире разброс абсолютных либо относительных значений прибыли на вложенные средства, тем больше риск, и наоборот. Индивидуальный инвестор имеет самый широкий выбор инструментов по степени риска, начиная от государственных ценных бумаг, с которыми связан наименьший риск, и кончая товарами с очень высоким риском. У каждого типа размещения капитала есть базовые характеристики риска, однако в каждом конкретном случае риск определяется конкретными особенностями данного инструмента. Например, хотя принято считать, что вложения в акции сопряжены с более высоким риском, чем вложения в облигации, можно без особых усилий найти облигации с очень высоким риском — бо́льшим, чем риск вложения в акции солидных компаний, таких, как ИБМ или "Макдональдс". Конечно, как отмечается во вставке "Проницательному инвестору", риск в очень большой степени зависит от честности эмитента, посредника или продавца конкретных финансовых инструментов.

Инвестиции с низким риском — *это те вложения, которые считаются безопасными с точки зрения получения определенного дохода.*

Инвестиции с высоким риском — *это вложения, которые считаются спекулятивными с точки зрения гарантии получения определенного дохода.*

Спекуляция — *это операции покупки и продажи финансовых инструментов, стоимость и доходность которых в будущем являются величинами неопределенными.*

Инвестиции с низким риском считаются безопасным средством получения определенного дохода. **Инвестиции с высоким риском**, напротив, считаются спекулятивными. Терминами *инвестирование* и *спекуляция* обозначаются два различных подхода к инвестированию. Как уже говорилось, под *инвестированием* понимается процесс покупки ценных бумаг и других активов, о которых можно с уверенностью сказать, что их стоимость останется стабильной и на них можно будет получить не только положительную величину дохода, но даже предсказуемый доход. **Спекуляция** состоит в осуществлении операций с такими же активами, но в ситуациях, когда их будущая стоимость и уровень ожидаемого дохода весьма ненадежны. Конечно, при более высокой степени риска от спекуляции ожидается и более высокий доход. В данной книге мы будем обозначать оба подхода термином "инвестирование" и вернемся к более внимательному анализу проблемы дохода на инвестиции и риска в гл. 5.

Краткосрочные инвестиции — *это вложения в финансовые инструменты со сроком меньше одного года.*

Долгосрочные инвестиции — *это вложения в финансовые инструменты со сроком больше года или бессрочные.*

Краткосрочные и долгосрочные инвестиции

С точки зрения срока действия инвестиции делятся на кратко- и долгосрочные. Срок **краткосрочных инвестиций** обычно истекает в течение года; **долгосрочные инвестиции** рассчитаны на срок больше года или, как, например, обыкновенные акции, вообще не ограничены каким-либо сроком. Например, депозитный сертификат со сроком шесть месяцев — это инструмент для краткосрочного вложения, а облигация со сроком пога-

шения 20 лет — инструмент долгосрочного вложения. Однако, купив долгосрочную ценную бумагу и продав ее через короткое время, скажем спустя шесть месяцев, инвестор использует долгосрочный инструмент для краткосрочных целей. Как будет видно из дальнейшего изложения, инвесторы нередко выбирают инструменты именно с тем сроком, на который они хотят вложить свои деньги. Например, если у инвестора есть сумма, которая не будет ему нужна в течение ближайших шести месяцев, он может купить депозитный сертификат со сроком шесть месяцев; инвестор, которому исполнилось сорок лет, желая отложить деньги до выхода на пенсию, может купить облигацию какой-нибудь компании со сроком 20 лет. Разграничение видов инвестиций по срочности небесполезно также и с точки зрения налогообложения. Хотя современное налоговое законодательство и не делает различий между прибылями и убытками по кратко- и долгосрочным инвестициям, не исключено, что в дальнейшем эти различия будут восстановлены в том виде, в каком они существовали до принятия Закона о налоговой реформе от 1986 г. Мы рассмотрим условия налогообложения в гл. 4, а различные виды инвестиций, по которым предоставляются налоговые льготы, — в гл. 15.

Структура инвестиционного процесса

Финансовые институты — *это организации, которые принимают вклады и дают привлеченные деньги в долг либо инвестируют в иных формах.*

Финансовые рынки — *это механизм, который для заключения сделок сводит вместе тех, кто предлагает деньги, с теми, кто их ищет.*

Рыночная цена — *это цена, уравновешивающая интересы продавцов и покупателей.*

Денежный рынок — *это сегмент финансового рынка, где ресурсы приобретают и продают на короткий срок.*

Рынок капиталов — *это долгосрочный финансовый рынок, на котором преобладают различные формы сделок с ценными бумагами.*

В целом, инвестиционный процесс — это механизм сведения вместе тех, кто предлагает деньги (имеющих временно свободные средства), с теми, кто предъявляет спрос (испытывающими потребность в них). Обе стороны обычно встречаются в финансовых институтах или на финансовом рынке. Иногда, в частности при сделках с имущественными ценностями (например, с недвижимостью), продавцы и покупатели вступают в сделку напрямую. **Финансовые институты** — такие организации, как, например, банки и ссудосберегательные ассоциации, — обычно принимают вклады и затем дают деньги в кредит или иным образом инвестируют средства. **Финансовые рынки** — это механизм, объединяющий тех, кто предлагает финансовые ресурсы, с теми, кто их ищет, для заключения сделок, как правило, при помощи посредников, таких, как фондовые биржи. Есть несколько видов финансовых рынков: рынок акций, рынок облигаций, рынок опционов. Их общей особенностью является то, что цена финансового инструмента в любой момент находится в точке равновесия спроса и предложения. По мере того, как становится известной все новая и новая информация о доходности, риске, инфляции, событиях в мире и так далее, изменения соотношения спроса и предложения приводят к установлению нового равновесия, или новой **рыночной цены**.

На рис. 1.1 приведена диаграмма, отражающая инвестиционный процесс. Как видно из диаграммы, лица, предоставляющие денежные ресурсы, могут передавать их тем, кто предъявляет спрос на них, через финансовые институты, через финансовый рынок либо напрямую. Финансовые институты могут участвовать в работе финансовых рынков как на стороне спроса, так и на стороне предложения. Краткосрочный сектор финансового рынка называется **денежным рынком**, долгосрочный — **рынком капиталов**, на нем преобладают фондовые биржи. Подробнее финансовые рынки будут рассмотрены в гл. 2.

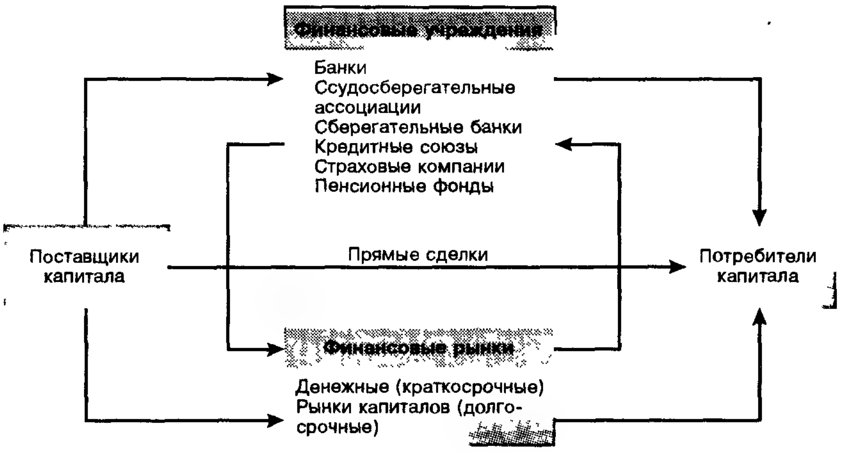


РИС. 1.1 Процесс инвестирования

Как можно заметить, финансовые учреждения одновременно участвуют в работе финансовых рынков и выступают посредниками между теми, кто предоставляет средства, и теми, кто предъявляет на них спрос. Хотя стрелка на рисунке показывает направление только от предложения к спросу, при некоторых видах инвестиционных сделок, например при продаже облигаций, основная сумма займа в конечном счете возвращается от заемщика к кредитору.

Участники инвестиционного процесса

Главные участники инвестиционного процесса — государство, компании и частные лица, причем каждый из них может участвовать в инвестиционном процессе как на стороне спроса, так и на стороне предложения.

Государство

Каждому уровню исполнительной власти — федеральной, власти штата, местной власти — требуются огромные суммы денег на финансирование своей деятельности. Эта деятельность связана с капитальными вложениями в строительство общественных сооружений: школ, больниц, жилых домов, шоссейных дорог. Обычно такие проекты финансируются путем выпуска разного рода долгосрочных долговых обязательств — облигаций. Другим источником спроса на деньги являются текущие нужды государства. Например, федеральное правительство может израсходовать больше, чем оно получило в виде налогов. Или, например, городским властям нужны деньги на текущие расходы в то время, когда собранные налоги еще не поступили. Обычно власти финансируют свои нужды с помощью выпуска краткосрочных облигаций.

Иногда органы исполнительной власти выступают на стороне предложения денег. Если у города на какое-то время освобождается некоторая сумма денег, то вместо того, чтобы держать ее на текущем счете, городские власти могут вложить средства в краткосрочные финансовые инструменты и получить положительный доход. Финансовая деятельность органов исполнительной власти и на стороне спроса, и на стороне предложения оказывает сильное влияние на поведение финансовых институтов и финансовых рын-

ков. Но в целом государство — это *чистый потребитель* денежных средств, т.е. оно использует больше средств, чем дает.

Компании

Большинство компаний независимо от типа нуждается в крупных средствах для поддержания своей деятельности. Как и у органов исполнительной власти, их финансовые потребности делятся на долго- и краткосрочные. Для реализации долгосрочных целей компаниям нужны деньги на постройку заводов, приобретение оборудования и сооружений, для разработки новых продуктов. Краткосрочные потребности возникают в связи с необходимостью обеспечения товарных запасов, покрытия дебиторской задолженности и других текущих расходов. Для финансирования кратко- и долгосрочных нужд компании выпускают в обращение самые разнообразные долговые ценные бумаги и акции. Когда же у них возникает временный избыток денежных средств, они предлагают деньги другим. На деле многие крупные компании осуществляют активные и сложные стратегии управления наличными и являются главными покупателями краткосрочных ценных бумаг. Но подобно государству компании в целом являются *чистыми покупателями* денежных средств.

Частные лица

Частные лица могут поставлять инвестиционному процессу деньги различными способами, например размещать деньги на сберегательных счетах, покупать облигации и акции, страховые полисы, приобретать разного рода имущество. Выбор финансовых инструментов — нередко весьма непростая задача, и он зависит от того, какие цели ставит перед собой индивидуальный инвестор. Спрос частных лиц на денежные средства принимает главным образом форму займов для финансирования покупки имущества, обычно жилых домов и автомобилей. Хотя кажется, что объем этого спроса в целом очень велик, в своей совокупности частные лица — *чистые поставщики* денег; иначе говоря, они дают инвестиционному процессу больше, чем берут у него. Поскольку государство и компании являются чистыми покупателями денежных средств, роль индивидуальных инвесторов в предоставлении денег для финансирования экономического роста и развития очень значима.

Типы инвесторов

Институциональные инвесторы — *это специалисты, работа которых состоит в управлении чужими средствами.*

Есть два типа инвесторов: институциональные и индивидуальные. **Институциональные инвесторы** — это специалисты, которым платят за то, что они управляют чужими деньгами. Их нанимают финансовые учреждения, например банки, страховые компании, взаимные и пенсионные фонды, а также крупные нефинансовые корпорации и в отдельных случаях — частные лица. Финансовые институты инвестируют большие суммы, стараясь обеспечить существенный доход своим вкладчикам. Например, трастовый отдел банка должен заработать достаточный доход на те средства, которые ему доверены; компания страхования жизни должна инвестировать страховые взносы, чтобы зарабатывать доход, из которого она будет выплачивать страховые вознаграждения клиентам, а также их наследникам и получателям в

случае смерти клиентов. Нефинансовые компании, промышленные или торговые, тоже нередко располагают крупными денежными средствами, которые вкладываются, с тем чтобы свободные деньги принесли доход или помогли покрыть потребности текущих операций и капиталовложений в будущем.

Индивидуальные инвесторы — *это инвесторы, которые распоряжаются собственными средствами.*

Индивидуальные инвесторы распоряжаются личными средствами в своих финансовых интересах. Индивидуальный инвестор чаще всего заинтересован только в том, чтобы свободные деньги принесли ему прибыль, которая станет источником дохода по выходе на пенсию или же обеспечит финансовую стабильность его семье. Многие индивидуальные инвесторы заняты только тем, что ищут, чем бы пополнить личные портфели ценных бумаг или как обеспечить личный пенсионный фонд. Те же, кто может вложить большие суммы денег, но не имеет профессиональной подготовки в области инвестиций, часто поручают управление своими средствами институциональным инвесторам, например трастовым отделам банков или профессиональным консультантам по инвестициям.

Основные принципы работы едины для институциональных и индивидуальных инвесторов; правда, институциональные инвесторы обычно оперируют значительно более крупными суммами от имени владельцев, поэтому они обладают намного более высокой квалификацией и применяют более сложные и тонкие приемы. Таким образом, того, что мы рассказываем в данной книге, может быть вполне достаточно для индивидуального инвестора, но для подготовки настоящего институционального инвестора это не более чем первый шаг.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Инвестированием называется процесс помещения денег в специально выбранные финансовые инструменты с целью увеличения их ценности и (или) получения положительного дохода*. Эта деятельность имеет большое экономическое значение, может выполняться как серия логически последовательных действий, а ее результатом является получение дохода. В последнее время были приняты некоторые нововведения, которые стимулируют инвестирование и делают этот процесс более рациональным.

Экономическое значение инвестирования

Инвестирование — *это процесс помещения денег в те или иные финансовые инструменты с расчетом на увеличение их стоимости и (или) получение положительной величины дохода.*

Функционирование и рост экономики зависят от того, насколько легко могут быть мобилизованы денежные средства для финансирования возрастающих потребностей как государства и компаний, так и частных лиц. Например, если бы не было ипотечных займов под закладные, мало кто имел бы возможность покупать жилые дома. Без заемных средств в строительстве жилых домов и производстве стройматериалов (изделий из дерева, гвоздей, стекла и пр.) было бы занято гораздо меньше рабочих рук. Поэтому, если бы уменьшился объем кредитования под залог недвижимости, в конечном счете это привело бы к общему снижению экономической активности в стра-

* Положительная величина дохода означает доход в реальном исчислении, т.е. скорректированный на темп инфляции. Только положительная величина дохода обеспечивает возрастание первоначальной суммы вложенных средств. При пересчете дохода в номинальном выражении в реальное исчисление возможно получение отрицательной величины. *(Прим. науч. ред.)*

не; и это понятно, так как именно доступность денежных средств для тех, кто может ими разумно распоряжаться (частных лиц, государства и компаний), есть необходимое условие экономического роста. Поскольку частные лица в совокупности являются чистыми поставщиками денег, а государство и компании являются их чистыми покупателями, процесс инвестирования имеет очень серьезные результаты.

Инвестиционное вознаграждение

Доход, или прибыль, на инвестиции может быть получен в одной из двух основных форм: как текущий доход или как прирост стоимости вложенных средств. Например, деньги, помещенные на сберегательный счет банка, дадут текущий доход в форме регулярно начисляемых процентов, в то время как деньги, вложенные в покупку пустующего земельного участка (безотносительно к способу его использования), дадут доход в виде приращения стоимости участка за время между его покупкой и продажей. Для того чтобы те, кто нуждается в средствах, могли привлечь деньги тех, у кого они в избытке, доход, или прибыль, должен покрывать риск поставщиков денег. Проще говоря, чтобы процесс инвестирования шел достаточно ровно, поставщики денег должны получить вознаграждение, а покупатели денег должны это вознаграждение обеспечить. Размеры и форма вознаграждения зависят от таких условий, как разновидность сделки с ценными бумагами или имуществом, срок, на который заключается сделка, и риск, с которым она сопряжена.

Последовательность действий при инвестировании

На практике используются различные подходы к инвестированию. Один состоит в тщательном планировании действий, направленных на достижение конкретных целей. Другой, диаметрально противоположный, подход состоит в действиях экспромтом, когда решения принимаются на основе интуиции. Опыт показывает, что при более рациональном подходе результаты обычно выше. Поэтому серьезному инвестору следует предварительно составлять план, а затем выполнять инвестиционную программу в соответствии с общими финансовыми целями. Результатом реализации такой программы должно стать формирование портфеля инвестиций, который даст желаемый доход при приемлемом уровне риска. Обратимся к краткому описанию основных шагов при инвестировании, что поможет нам перейти к более детальному рассмотрению концепций, инструментов и отдельных технических приемов этого процесса.

Предварительные условия инвестирования

Перед тем как вкладывать деньги, вы должны быть уверены, что ваши нормальные жизненные потребности обеспечены. Деньги не должны вкладываться для обеспечения текущих потребностей, цель инвестиций— использовать текущие денежные средства для удовлетворения будущих потребностей. Кроме того, вам следует положить небольшую сумму денег на сбере-

гательный счет (или разместить в другие ликвидные* инструменты) на случай возникновения непредвиденной потребности в наличных деньгах. Другое предварительное условие состоит в достаточной защите от потерь в случае смерти, болезни, потери трудоспособности, нанесения ущерба имуществу, вреда по небрежности. Защиту от таких рисков дает страхование жизни, здоровья, имущества и обязательств. Кроме того, планирование достаточного дохода после выхода на пенсию тоже может считаться одним из предварительных условий инвестирования, так как результат такого вложения денег может отчасти зависеть от того, насколько успешно составлена программа инвестирования. Прежде чем ставить перед собой конкретные цели, индивидуальный вкладчик должен как минимум установить, какого результата он хочет добиться ко времени выхода на пенсию. Подробнее факторы, определяющие предпосылки инвестирования, будут показаны в гл. 4.

Постановка целей инвестирования

Цели инвестирования — *это определение срока вложения, его размера, формы и уровня риска, с которым оно сопряжено.*

Как только инвестор выполнил предварительные условия и четко определил финансовые задачи, ему следует установить **цели инвестирования** — конкретные значения периода, размеров, формы и риска, связанного с желаемым уровнем доходности. Например, можно поставить цель накопить 15 000 долл. для первого взноса при покупке летней дачи в конкретном году или 250 000 долл. в качестве пенсионных сбережений к сроку выхода на пенсию. Эти цели должны не только соответствовать общим финансовым задачам, но и быть выполнимыми. Нужно располагать соответствующей первоначальной суммой для вложения и иметь представление о том, какая норма доходности обеспечит достижение поставленных целей. Принципы разработки целей инвестирования в рамках общего процесса личного финансового планирования будут рассмотрены в гл. 4.

Оценка финансовых инструментов

Оценка — *это процедура определения предполагаемой стоимости финансового инструмента; оценка включает измерение доходности, риска и цены.*

Перед тем как выбрать финансовый инструмент, необходимо оценить его с точки зрения целей вложения. Для этого следует выработать представление о возможной доходности и риске каждого из финансовых инструментов, поскольку все они требуют **оценки**, т.е. определения предполагаемой стоимости. Результатом процесса оценки должны быть конкретные параметры доходности, риска и цены данного инструмента. Способы измерения ключевых параметров потенциальных инструментов инвестиций будут в общих чертах рассмотрены в гл. 5.

Выбор конкретного варианта инвестирования

Выбор варианта вложения денег очень важен, так как именно в этот момент определяется ход дальнейших действий инвестора и от него в значительной мере зависит успех в достижении планируемых целей. Лучшим вариантом может

* Ликвидными считаются такие финансовые инструменты, которые удовлетворяют следующим критериям: могут быть проданы быстро, с наименьшими затратами времени и одновременно с минимальными потерями в стоимости по сравнению с той суммой, за которую они были приобретены. Наконец, наиболее ликвидные инструменты, как правило, не приносят высоких норм доходности. Их назначение совершенно иное — служить резервом наличных денежных средств. *(Прим. науч. ред.)*

оказаться не обязательно тот, который просто обеспечивает максимальную доходность; существенную роль могут играть и другие параметры, такие, как риск и условия налогообложения. Например, инвестор, который стремится к получению максимальных годовых дивидендов, купит обыкновенную акцию компании с самой высокой ожидаемой прибылью. Если же фирма, выпустившая эту акцию, обанкротится, то акционер потеряет все вложенные деньги. Чтобы успешно управлять вложениями, крайне важно внимательно выбирать финансовые инструменты, чтобы они соответствовали поставленным целям и характеризовались приемлемыми уровнями доходности, риска и цены.

Формирование диверсифицированного портфеля

Портфель — *это набор финансовых инструментов, которые выбираются в расчете на достижение одной или нескольких целей.*

Инвестиционный портфель — это набор финансовых инструментов, выбираемых в расчете на достижение одной или нескольких целей. Например, в инвестиционном портфеле Джоан Смит — 20 обыкновенных акций компании ИБМ, государственных облигаций на сумму в 20 000 долл. и 10 акций взаимного фонда "*IDS* Гроус". Пользуясь определенным набором приемов, инвестор может скомбинировать свои вложения таким образом, чтобы добиться поставленной цели при оптимальных уровнях доходности, риска и цены вложения.

Диверсификация — *это включение в портфель различных финансовых инструментов с целью повышения доходности или уменьшения риска.*

Для формирования удачного портфеля важнейшее значение имеет **диверсификация**, под которой имеется в виду включение в набор нескольких финансовых инструментов с различными характеристиками. Применяя разнообразные инструменты, инвестор может в конечном счете добиться более высокой доходности вложений либо уменьшить риск за счет увеличения числа финансовых инструментов. Характерная особенность портфеля состоит в том, что его параметры риска разительно отличаются от параметров отдельных финансовых инструментов, входящих в его состав. Например, золото и другие драгоценные металлы сами по себе очень рискованны с точки зрения вложения денег, так как рыночные цены на них постоянно колеблются и могут очень резко меняться. Но когда они находятся в портфеле вместе с фондовыми ценностями, например обыкновенными акциями, то с течением времени портфель покажет меньший уровень риска или даст более высокий доход, чем в том случае, когда деньги были вложены только в металлы или только в обыкновенные акции.

Случайная диверсификация — *это выбор финансовых инструментов вне связи с поставленной инвестиционной целью.*

Целенаправленная диверсификация — *это подбор финансовых инструментов для достижения поставленной цели, ради которой формируется портфель.*

Есть два вида диверсификации: случайная и целенаправленная. **Случайной диверсификацией** называется ситуация, когда финансовые инструменты берутся вне связи с общей целью портфельного инвестирования, т.е. по принципу жребия. Такой прием вряд ли можно считать рациональной финансовой стратегией, но он иногда может сработать. Временами портфели, составленные таким образом, оказываются более прибыльными, чем собранные профессионалом. **Целенаправленная диверсификация** — это процесс отбора инструментов с расчетом на достижение цели, ради которой формируется портфель. Например, по наблюдениям инвестора, в то время когда производство автомобилей находится в депрессивном состоянии и уровни продаж и прибылей снижаются, производство запчастей для них, напротив, возрастает. Выбирая акции нескольких фирм в той и иной отрасли, можно уменьшить потенциальный риск и поддерживать доходность на таком уровне, как если бы деньги были вложены только в одну отрасль.

Обычно целенаправленная диверсификация достигается более совершенными методами, чем в этом примере. Они будут рассмотрены в гл. 16.

Управление портфелем

Как только портфель сформирован, инвестор должен определять и оценивать динамику показателей портфеля в соответствии с ожидаемыми результатами. Например, если доходность, риск или стоимость вложений не соответствуют целям или ожиданиям инвестора, портфель должен быть изменен. Обычно это означает продажу одних финансовых инструментов и покупку других на вырученные деньги. Следовательно, управление портфелем — это не только создание оптимального набора финансовых инструментов, но также слежение за ними и изменение структуры портфеля в соответствии с фактической динамикой тех или иных инструментов. Управлению инвестиционным портфелем посвящена гл. 17.

Новые явления в инвестировании

В области инвестирования в последнее время появилось несколько тенденций, которые могут очень серьезно отразиться на поведении инвесторов. Первая из них — это широкое распространение *персональных компьютеров* (*PC*); вторая — рост числа компаний, берущих на себя полное финансовое обслуживание инвесторов, так называемых *финансовых супермаркетов*; третья — *глобализация* финансовых рынков.

Персональный компьютер (PC)

Для оценки и выбора финансовых инструментов и управления инвестиционным портфелем нужно немало времени и усилий. В прошлом индивидуальный вкладчик обычно решал для себя эту проблему, обращаясь к брокеру или институциональному инвестору, а затем следовал его советам. Многие пользуются этим способом до сих пор и не собираются его менять. Однако все чаще инвесторы предпочитают сами делать все оценки и принимают решения самостоятельно. В этом им помогают **персональные компьютеры** (*PC*) — сравнительно недорогие, но мощные вычислительные машины для домашнего пользования. Быстрое развитие компьютерной технологии сделало доступными сами ЭВМ, а также их техническое (дисплеи, процессоры, принтеры) и программное обеспечение.

Персональный компьютер (*PC*) — *это сравнительно недорогая, но мощная вычислительная машина для домашнего пользования.*

Что не менее важно, инвесторы получили через свои машины доступ к базам данных, необходимых для выработки решений. Например, фирма "Доу Джонс" (издатель ежедневной газеты "Уолл-стрит джорнэл" и еженедельника "Бэррон'з") предлагает новые публикации и услуги по поиску информации — от текущих курсов акций, облигаций, опционов и многих других ценных бумаг до детальной финансовой статистики по более чем 5400 компаниям. Иногда она даже предлагает записи популярной телевизионной передачи о ценных бумагах "Неделя на Уолл-стрите". Вместе с новостями и поиском информации "Доу Джонс" (как и другие фирмы) продает компьютерные программы анализа данных, содержащихся в предлагаемой информации. Таким образом, инвестор может на персональном компьютере провести фундаментальный или технический анализ (об этих двух основных

подходах к оценке фондовых инструментов мы подробно расскажем в гл. 7 и 8) как рынка в целом, так и отдельных ценных бумаг.

Персональные компьютеры постоянно дешевеют, но для многих индивидуальных инвесторов все еще дороги как сами компьютеры, так и их содержание и ремонт или плата за поиски данных. Но эти расходы могут быть компенсированы за счет: 1) экономии на комиссионном вознаграждении брокерам, если инвестор обращается к ним не за полным обслуживанием, а только в особых ситуациях; 2) того, что расходы на покупку и обслуживание персональных компьютеров вычитаются из налогооблагаемых доходов, если компьютер применяется в инвестиционных операциях. Кроме того, никто не станет пользоваться персональным компьютером только для инвестиционных целей, так как его возможности значительно шире.

Некоторые считают, что применение персональных компьютеров внесет большие изменения в область инвестирования. Поскольку доступ к данным и аналитическим моделям значительно упрощается как для частных лиц, так и для профессионалов в этой области, все меньше внимания будет уделяться выбору конкретных ценных бумаг и больше тому, как вписать инвестирование денег в личный или семейный финансовый план. Этот план предполагает не только инвестирование, но и управление наличностью, обязательствами по полученным займам, страхование, планирование операций с недвижимостью, использование инструментов, предоставляющих налоговые льготы, и выработку налоговой стратегии.

Финансовые супермаркеты

За последние 10 лет в структуре финансовых учреждений произошли большие изменения. Начало было положено фирмой "Меррилл Линч", которая объединила обращение инвестора к банку и биржевому брокеру в единый счет, так называемый счет управления наличностью *(СМА)*. Это новшество имело колоссальный успех, оно привлекло на депозитные счета "Меррилл Линч" миллиарды долларов и вынудило большинство брокерских фирм последовать примеру этой фирмы. Но счета управления наличностью были только началом; за этим последовало принятие в 1980 г. Закона о дерегулировании депозитных институтов и контроле за денежным обращением, ознаменовавшего начало той "революции в области финансовых услуг", которая продолжается до сих пор и изменяет характер финансовых учреждений. В настоящее время все больше развивается новый их вид — **финансовый супермаркет**, в котором клиент может получить полный набор финансовых услуг: обслуживание чеков с текущих счетов, сберегательный депозит, расчеты с фондовым брокером за его услуги, страхование, планирование пенсионных сбережений и планирование сделок с недвижимостью. Свидетельством этой революции является покупка страховой компанией "Пруденшл иншуранс" фирмы "Бейч", а компанией "Америкен экспресс" — брокерских фирм "Ширсон, Леман" и "Хаттон". Но самое показательное — создание "финансовой сети Сирс" ("Сирс файненшл нетуорк") торговой фирмой "Сирс Рибок энд компани". Теперь "Сирс" предоставляет услуги не только в области кредита и страхования (компания "Оллстейт"), но также в области ипотечного кредита ("Сирс моргейдж"), владеет одной из ведущих брокерских фирм ("Дин Уиттер"), фирмой по операциям с недвижимостью ("Колдуэлл бэнкер"), работающей в масштабах всей страны, и ссудосберегатель-

Финансовый супермаркет — *это финансовый институт, в котором клиент может получить полный набор финансовых услуг.*

ной компанией ("Оллстейт сэйвингз энд лоун"), действующей на Западном побережье США. Кроме того, "Сирс" предлагает все эти услуги в "центрах финансовой сети", которые организуются в ее универмагах.

Все эти достаточно крупные слияния финансовых учреждений преследовали общую цель: создать систему продаж и широкий набор финансовых услуг для полноценного обслуживания клиентов. Когда работник такого финансового учреждения разговаривает с клиентом по поводу страхования, он может в то же время предложить клиенту пакет финансовых инструментов, которые могут быть соединены со страховой сделкой и превратиться в единую сберегательно-инвестиционно-страховую программу. Пример такого комплексного обслуживания — предлагаемая компанией "Пруденшл-бейч" "полная программа финансового планирования", в которой насчитывается 65 вариантов. Скорее всего, в ближайшее время инвесторы будут искать не биржевых брокеров, страховую компанию, банк и т.д. по отдельности, а компанию комплексного финансового обслуживания, в которой есть все.

Глобализация финансовых рынков

Глобализация финансовых рынков — *это расширение доступа инвесторов к финансовым рынкам всего мира.*

В последние годы выбор возможностей для американских инвесторов сильно расширился благодаря более легкому доступу к ценным бумагам иностранных компаний. В то же время иностранные компании стали важным фактором американского рынка, так как они вкладывают крупные средства в американские акции и облигации. Короче говоря, американские инвесторы переживают настоящую глобализацию системы финансовых рынков, так как они получили больший доступ к финансовым рынкам других стран, равно как и иностранные инвесторы — к американскому рынку. Развитие средств связи и устранение барьеров, созданных государственным регулированием рынков, в конце концов, привели к ***глобализации*** рыночной среды в области финансов: как в Америке, так и за ее пределами инвесторы могут легко совершать сделки с ценными бумагами ведущих компаний. Например, несмотря на то что Нью-Йоркская фондовая биржа работает лишь в интервале с 9.30 до 16.00, многие акции американских компаний продаются и покупаются круглосуточно на биржах всего мира, в том числе на крупнейшей фондовой бирже Японии — Токийской. Американским инвесторам легко покупать иностранные ценные бумаги, поскольку их стоимость выражена в долларах, причем ценные бумаги сотен компаний продаются в США в форме *ADR* — ***свободно обращающихся депозитарных свидетельств*** (о них будет подробнее рассказано в гл. 2 и 6)*. Кроме того, американские инвесторы могут покупать ценные бумаги иностранных компаний через десятки взаимных фондов, средства которых вложены в хорошо сбалансированные портфели иностранных ценных бумаг. Существуют не только международные (или глобальные) фонды акций, но также и международные фонды облигаций, и даже глобальные фонды денежного рынка.

---

* Депозитарные свидетельства *(American Depositary Receipts)* — ценные бумаги, выпускаемые американскими банками. Покупатели этих свидетельств становятся совладельцами портфеля ценных бумаг иностранных эмитентов, который формируется для инвестора-клиента и управляется от его имени банком. *(Прим. науч. ред.)*

ной компанией ("Оллстейт сэйвингз энд лоун"), действующей на Западном побережье США. Кроме того, "Сирс" предлагает все эти услуги в "центрах финансовой сети", которые организуются в ее универмагах.

Все эти достаточно крупные слияния финансовых учреждений преследовали общую цель: создать систему продаж и широкий набор финансовых услуг для полноценного обслуживания клиентов. Когда работник такого финансового учреждения разговаривает с клиентом по поводу страхования, он может в то же время предложить клиенту пакет финансовых инструментов, которые могут быть соединены со страховой сделкой и превратиться в единую сберегательно-инвестиционно-страховую программу. Пример такого комплексного обслуживания — предлагаемая компанией "Пруденшл-бейч" "полная программа финансового планирования", в которой насчитывается 65 вариантов. Скорее всего, в ближайшее время инвесторы будут искать не биржевых брокеров, страховую компанию, банк и т.д. по отдельности, а компанию комплексного финансового обслуживания, в которой есть все.

Глобализация финансовых рынков

Глобализация финансовых рынков — *это расширение доступа инвесторов к финансовым рынкам всего мира.*

В последние годы выбор возможностей для американских инвесторов сильно расширился благодаря более легкому доступу к ценным бумагам иностранных компаний. В то же время иностранные компании стали важным фактором американского рынка, так как они вкладывают крупные средства в американские акции и облигации. Короче говоря, американские инвесторы переживают настоящую глобализацию системы финансовых рынков, так как они получили больший доступ к финансовым рынкам других стран, равно как и иностранные инвесторы — к американскому рынку. Развитие средств связи и устранение барьеров, созданных государственным регулированием рынков, в конце концов, привели к ***глобализации*** рыночной среды в области финансов: как в Америке, так и за ее пределами инвесторы могут легко совершать сделки с ценными бумагами ведущих компаний. Например, несмотря на то что Нью-Йоркская фондовая биржа работает лишь в интервале с 9.30 до 16.00, многие акции американских компаний продаются и покупаются круглосуточно на биржах всего мира, в том числе на крупнейшей фондовой бирже Японии — Токийской. Американским инвесторам легко покупать иностранные ценные бумаги, поскольку их стоимость выражена в долларах, причем ценные бумаги сотен компаний продаются в США в форме *ADR* — ***свободно обращающихся депозитарных свидетельств*** (о них будет подробнее рассказано в гл. 2 и 6)*. Кроме того, американские инвесторы могут покупать ценные бумаги иностранных компаний через десятки взаимных фондов, средства которых вложены в хорошо сбалансированные портфели иностранных ценных бумаг. Существуют не только международные (или глобальные) фонды акций, но также и международные фонды облигаций, и даже глобальные фонды денежного рынка.

---

* Депозитарные свидетельства *(American Depositary Receipts)* — ценные бумаги, выпускаемые американскими банками. Покупатели этих свидетельств становятся совладельцами портфеля ценных бумаг иностранных эмитентов, который формируется для инвестора-клиента и управляется от его имени банком. *(Прим. науч. ред.)*

Главным последствием этого процесса является подход к американским фондовым рынкам как к части глобального финансового рынка, и теперь доходность ценных бумаг, обращающихся на американских рынках, соизмеряется с доходностью ценных бумаг на всех главных фондовых рынках мира. В настоящее время денежные и фондовые рынки США вступили в острую конкуренцию с организованными рынками Токио, Лондона, Франкфурта, Гонконга, Сиднея, Торонто и многими другими. Крупнейшие институциональные инвесторы мира (те, кто ведет *настоящую* "большую игру") вкладывают свои деньги туда, где, по их представлению, обеспечивается самая высокая доходность при данном уровне риска. Если это возможно в Соединенных Штатах — очень хорошо; в Токио или в Лондоне — отлично. На американском рынке иностранные инвесторы стали значительной силой: они вложили миллиарды долларов в акции и облигации американских корпораций, а также в ценные бумаги американского правительства. Чтобы приток этого капитала продолжался, Соединенные Штаты должны будут и в дальнейшем выдерживать конкуренцию в предоставлении инвесторам гарантированного дохода на вложенные средства; в этом заинтересованы не только иностранные, но и американские инвесторы. Финансовые рынки стали всемирными; в связи с этим у инвесторов появились не только более широкие возможности, но и новые трудности.

Проблема этики

После краха фондового рынка 19 октября 1987 г. многое было сделано для того, чтобы понять его причины и установить правила, которые помогли бы предотвращать резкие падения курсов ценных бумаг, равно как и доверия к ним со стороны инвесторов. Благодаря расследованию причин краха, а также в результате судебного приговора, вынесенного еще до краха Айвену Боэски, осужденному за "сделки с использованием внутрифирменной информации", — приговора, вызвавшего широкий общественный резонанс, — внимание общественности сосредоточилось на этических сторонах действий основных участников рынка. Показательны в этом смысле действия «короля "бросовых" облигаций» Майкла Милкена и фирмы "Дрексел Бёрнем Лэмберт", в которой он работал. Он проводил **операции с ценными бумагами на основе внутрифирменной информации**, к которой относят не предназначенные для публикации сведения о планах и финансовых результатах деятельности фирмы либо новые данные, полученные от управляющего компанией, ее директора, крупного акционера, банкира, менеджера инвестиционного банка. *Сделки с использованием внутрифирменной информации незаконны и неэтичны.*

Операции с ценными бумагами на основе внутрифирменной информации — *это незаконное использование с целью совершения прибыльной сделки сведений о компании, не предназначенных для широкой публики.*

Этика — *это правила поведения и моральные оценки.*

Дело Боэски, Милкена и другие судебные дела об использовании внутрифирменной информации поставили вопрос об **этике** — правилах поведения и моральных оценках. В настоящее время финансовый мир разрабатывает и вводит этические правила, которые должны побудить участников рынка придерживаться законов и правил, связанных с неправомерным использованием внутренней информации и с другими злоупотреблениями со стороны брокеров, менеджеров инвестиционных банков, корпораций и их управляющих, а также государственных чиновников. Наиболее громкие дела о сделках с использованием внутрифирменной информации вызвали настолько широкий общественный резо-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Важнейшие сведения для начинающих инвесторов

Когда дело доходит до вложения денег, многие чувствуют некую внутреннюю преграду. Мир инвестиций кажется новичку опасным, полным ловушек для непосвященных. Однако это совсем не так, и основные истины доступны каждому желающему.

Инвестиции означают управление вашими ресурсами, направленное на сохранение покупательной способности вашего капитала и получение дохода. Как только вы примете решение об инвестировании ваших денег, вам понадобится определенный алгоритм, который поможет сделать правильный выбор из имеющихся финансовых возможностей.

УСТАНОВИТЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ЦЕЛИ

Начните с выяснения, в чем состоят ваши инвестиционные цели. Задайте себе следующие вопросы:

Каково мое финансовое положение на сегодняшний день?
Чего я хочу добиться через пять лет?
Через десять лет?
Через двадцать лет?

Чтобы понять положение на сегодняшний день, вам придется сделать полную оценку ваших финансов. Лучше всего заняться этим, когда вы не будете ничем особенно заняты.

Когда вы сделаете полную ревизию, обращая особое внимание на ликвидные активы и основной капитал, а также обязательства, вам следует определить, чего вы хотели бы добиться через столько-то лет. Не забудьте о том, что в течение жизни вашим целям суждено несколько раз перемениться. Так, ваш финансовый план изменится, если вы надумаете жениться или получите наследство.

ОБРАТИТЕСЬ К ПРОФЕССИОНАЛЬНОМУ КОНСУЛЬТАНТУ

Консультации в области финансовых услуг полезны. Однако профессионального консультанта надо выбирать осторожно. Если вы решите обратиться к брокеру по ценным бумагам, постарайтесь найти кого-нибудь из брокерской компании с хорошей репутацией, где ведется самая серьезная аналитическая работа.

Стоит начать поиски консультанта, обратившись прежде всего к менеджеру местной брокерской фирмы. Пусть этот менеджер рекомендует вам одного-двух брокеров для предварительного разговора.

Присмотритесь к типу человека. Остерегайтесь чрезмерно энергичного дельца, такого, который не станет уделять вам много времени и никогда не признает свою ошиб-

нанс, что можно ожидать от участников сделок усиления контроля за своим поведением и понимания возможности судебного преследования за те или иные нарушения деловой этики. Как ни трудно ввести этические правила в действие, можно надеяться, что на фондовом рынке будет меньше простора для злоупотреблений и для всех участников установятся равноправные условия игры с меньшей вероятностью нарушения деловой этики.

ку. Поинтересуйтесь у вашего предполагаемого консультанта, сколько времени он может вам уделять. Он не должен стесняться обращаться к вам с инициативами и рекомендациями, а вы не должны стесняться обращаться к нему с вопросами.

ОПРЕДЕЛИТЕ ВАШИ ПРЕДПОЧТЕНИЯ

Как только вы нашли человека, с которым чувствуете себя легко, он должен будет помочь вам с оценкой вашей финансовой ситуации и установлением тактических задач инвестирования. Вы можете, очевидно, подумать над ответами на следующие вопросы:

Склонен ли я к спекулятивным сделкам?

С чем мне будет удобнее работать: с акциями или муниципальными облигациями, получившими высокий рейтинг?

Следует ли мне найти финансовые инструменты, дающие право на налоговые льготы?

Какие инвестиции дадут мне доход, не подлежащий обложению федеральным налогом и налогом штата?

Вам вместе с вашим брокером придется перебрать много возможных вариантов, в том числе, например, облигации корпораций и муниципалитетов, обыкновенные и привилегированные акции, опционы, инструменты, защищающие от налогообложения прибыли. Ваш брокер поможет вам разобраться в каждом из вариантов и подскажет, какой из них лучше всего соответствует вашим целям и предпочтениям.

Если, допустим, для вас важнее всего текущий доход от вложений, вы будете заинтересованы в регулярном получении дивидендов, приличной норме доходности, сохранности основной суммы вложения, а также хорошей ликвидности в случае, если вам немедленно понадобятся деньги.

НАБИРАЙТЕСЬ ЗНАНИЙ

Работая с инвестиционным брокером, не упускайте случая и используйте любую возможность накапливать знания о финансовых рынках. Это поможет и вам, и брокеру. Читайте "Уолл-стрит джорнэл" и финансовый раздел местной газеты или просматривайте периодические издания, такие, как "Бэррон'з", "Форбс" и "Бизнес уик".

Короче, как инвестор вы должны стремиться знать как можно больше, чтобы стать полноценным партнером тщательно выбранного вами инвестиционного брокера в планировании и управлении гибким набором финансовых инструментов, соответствующих вашим инвестиционным целям. Чем больше времени и внимания вы захотите уделять этой работе, тем большего добьетесь. Ключи к успеху — труд и опыт, а также вовремя заключенные сделки. Результат окупит все ваши усилия.

Источник: Howard E. Kramer, "Initial Investments", *New Accountant*, January 1987, pp. 40—41.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Индивидуальному инвестору доступны разнообразные финансовые инструменты. Одни из них являются ценными бумагами, другие — нет. Видов ценных бумаг тоже очень много, и у каждой свой срок функционирования, цена, уровень доходности и риска, свои условия налогообложения. Это относится и к вложениям в имущество. Перед тем как выбирать среди имею-

щихся видов финансовых инструментов, ознакомьтесь с разъяснениями во вставке "Проницательному инвестору". Немалая часть данной книги (гл. 6—15) будет посвящена описанию их конкретных особенностей, норм доходности и уровней риска, а также распространенным инвестиционным стратегиям, которые могут быть использованы индивидуальным инвестором. В данной главе основные типы финансовых инструментов рассматриваются в самом общем виде с кратким описанием каждого из них: краткосрочные инструменты, обыкновенные акции, ценные бумаги с фиксированной доходностью, спекулятивные финансовые инструменты и другие широко распространенные типы.

Краткосрочные инструменты

Краткосрочные инструменты — *это инструменты, позволяющие накапливать средства в пределах одного года.*

Краткосрочные инструменты — это сберегательные инструменты со сроком до одного года и год. Самыми важными инструментами такого рода являются сберегательные депозиты в банках и счета НАУ (счета с обращающимся приказом об изъятии средств)*, депозитные счета денежного рынка**, ценные бумаги взаимных фондов, депозитные сертификаты, краткосрочные коммерческие бумаги***, казначейские векселя, долговые обязательства центральных агентств**** и сберегательные облигации серии *EE******. Нередко такие инструменты покупаются, чтобы "пристроить" на время свободные деньги и заработать на них какой-то доход, пока не подобраны подходящие долгосрочные инструменты; иначе говоря, они служат в качестве резерва ликвидных средств, или наличности. Поскольку риск по этим инструментам невелик или вообще отсутствует, ими широко пользуются те, кто хочет что-нибудь заработать на временно свободной сумме, а также инвесторы

* Счета НАУ используются для совершения платежных операций на основе чекового обращения. В отличие от других счетов, допускающих обращение чеков, по счетам НАУ начисляются проценты. Объектом переговоров с клиентом является и порядок использования остатка на счете, и количество чеков, которое может быть выписано. *(Прим. науч. ред.)*

** Депозитный счет денежного рынка *(MMDA)* — это один из видов срочных счетов, который в практике американских банков открывается на срок до 90 дней. По этим счетам владелец может изымать деньги, выписывая чеки, лично при предварительном уведомлении, а также через почтовые отправления. Законодательство регулирует минимальную сумму этого типа счета. *(Прим. науч. ред.)*

*** Коммерческие бумаги — это краткосрочные необеспеченные векселя, как простые, так и переводные. Поскольку они относятся к категории необеспеченных, их выпускают в обращение только наиболее устойчивые компании, обладающие прочной репутацией и высоким кредитным рейтингом, отражающим надежное финансовое положение эмитента. Как правило, эмитенты продают эти векселя сначала дилерам, а те распространяют их на финансовых рынках. *(Прим. науч. ред.)*

**** Долговые обязательства центральных агентств (или правительственных учреждений) — это облигации, которые выпускают государственные агентства, а также корпорации, входящие в различные федеральные ассоциации и системы, с целью мобилизации денежных средств для программ федерального правительства. Эти ценные бумаги не гарантируются правительством, но являются ликвидными и высоконадежными. Их доходность выше, чем доходность по казначейским векселям. *(Прим. науч. ред.)*

***** Сберегательные облигации серии *EE* — это государственные долговые ценные бумаги, выпущенные в обращение с 1980 г. (до 1979 г. выпускались подобные облигации серии *E*). Относятся к долгосрочным ценным бумагам, но могут быть предъявлены владельцем к погашению спустя 6 месяцев после их выхода в обращение. Погашение облигаций этого выпуска осуществляется по номиналу, а более поздних выпусков — выше номинала. Отличие этих облигаций от других серий, например серии *HH*, состоит в том, что при выпуске в обращение они продаются эмитентом со значительной скидкой (с дисконтом), поэтому проценты по ним как периодический регулярный доход не выплачиваются. *(Прим. науч. ред.)*

консервативного склада, которые обычно начинают вкладывать деньги с использования краткосрочных инструментов.

Краткосрочные инструменты удобны не только для размещения свободных денег, но и сами по себе — они способны снизить риск всего портфеля инвестора, так как могут пригодиться при срочной потребности в денежных средствах, а это важная функция любого финансового плана. Специалисты по финансовому планированию обычно советуют индивидуальному инвестору из чисто практических соображений держать в краткосрочных инструментах сумму, эквивалентную чистому доходу за последние три—шесть месяцев (после уплаты налогов), чтобы иметь возможность оплачивать непредвиденные расходы. Такие расходы могут быть связаны с серьезной болезнью инвестора или с потерей работы, а это может случиться в тот момент, когда более долгосрочные ценные бумаги падают в цене. Если в такой момент приходится продавать долгосрочные ценные бумаги, можно потерять много денег и оказаться в тяжелой финансовой ситуации. В гл. 4 мы более подробно рассмотрим вопрос о потребности в ликвидных средствах.

Обыкновенные акции

Обыкновенные акции — *это долевые инструменты инвестирования; каждая акция дает право на владение частью собственного капитала корпорации.*

Дивиденды — *это периодические выплаты фирмы владельцам своих акций.*

Доходы от прироста капитала, или курсовые доходы, — *это прибыль, полученная от продажи акции по курсу выше цены приобретения.*

Обыкновенная акция — это инструмент вложения в акционерный капитал, дающий право собственности на его часть. Каждая обыкновенная акция — титул собственности на часть капитала корпорации. Например, одна обыкновенная акция в корпорации, капитал которой разделен на 10 000 акций, дает право собственности на 1/10 000 капитала. Доход на обыкновенную акцию бывает двух видов: периодические поступления **дивидендов**, которые фирма выплачивает владельцам своих акций, и **курсовой доход**, который возникает из разницы курсов акций при продаже и покупке. Представьте себе, например, что вы купили одну обыкновенную акцию компании "М энд Н индастриз" за 40 долл. За первый год вы получили на нее дивиденды наличными в сумме 2,50 долл., а в конце года вы ее продали за 44 долл. Если пренебречь расходами, связанными с покупкой и продажей, то выйдет, что вы получили 2,50 долл. в форме дивидендов и 4 долл. в форме курсового дохода (разности между ценой продажи, равной 44 долл., и ценой покупки, равной 40 долл.). Обыкновенные акции, дающие огромное число всевозможных сочетаний доходности и риска, являются третьим по степени популярности финансовым инструментом после краткосрочных ценных бумаг и владения жилыми домами. Именно в силу широкой популярности владения обыкновенными акциями мы посвятили изучению этого финансового инструмента три главы — 6, 7 и 8-ю.

Ценные бумаги с фиксированным доходом

Ценные бумаги с фиксированным доходом — *это финансовые инструменты, приносящие периодический доход по заранее определенной ставке.*

К **ценным бумагам с фиксированным доходом** относят группу финансовых инструментов, приносящих периодический доход по твердой ставке. По некоторым из этих ценных бумаг ставка дохода гарантирована и оговаривается в контракте о покупке, по другим — доход оговаривается, но не гарантируется. Эти бумаги благодаря свойству приносить фиксированный доход обычно особенно популярны в периоды высоких ставок ссудного процента, как было, например, в 70—80-х годах. Главные виды ценных бумаг с фикси-

рованным доходом — облигации, привилегированные и конвертируемые, или обратимые, акции.

Облигации

Облигации — *это долгосрочные ценные бумаги, приносящие доход в виде процента по определенной заранее ставке плюс сумма номинальной стоимости при наступлении срока погашения.*

Облигации — это долговые документы корпораций и правительства. Владелец облигации получает доход по заранее оговоренной ставке, который обычно выплачивается раз в полгода, плюс номинальную стоимость облигации (допустим, 1000 долл.) к моменту погашения (обычно через 20 или 40 лет)*. Если вы купили облигацию за 1000 долл. с выплатой 9% годовых раз в полгода, то вы будете получать по 45 долл. каждые шесть месяцев (1/2 года x 9% x 1000 долл.), а к моменту погашения вы получите 1000 долл. в качестве номинальной стоимости облигации. Разумеется, инвестор может купить и продать облигацию до срока погашения по курсу, который будет отличаться от номинала. Благодаря множеству сочетаний доходности и риска эти бумаги так же популярны среди инвесторов, как и обыкновенные акции. Мы расскажем о вложениях в облигации подробнее в гл. 9.

Привилегированные акции

Привилегированные акции — *это ценные бумаги, дающие право собственности на долю капитала фирмы и приносящие твердый доход в виде дивидендов, которые выплачиваются прежде, чем дивиденды по обыкновенным акциям.*

Так же как и обыкновенные акции, привилегированные акции дают право собственности на долю капитала корпорации. В отличие от обыкновенных акций привилегированные приносят заранее оговоренный доход в виде дивидендов, которые выплачиваются обязательно до того, как платятся дивиденды владельцам обыкновенных акций той же корпорации. У привилегированных акций нет установленного срока погашения. Обычно инвесторы покупают их ради дивидендов, но по ним можно также получить курсовые доходы. Основные характеристики привилегированных акций подробно рассматриваются в гл. 10.

Конвертируемые, или обратимые, ценные бумаги

Конвертируемые, или обратимые, ценные бумаги — *это ценные бумаги с фиксированным доходом, предоставляющие владельцу возможность обменять их на определенное количество обыкновенных акций.*

Конвертируемая ценная бумага — это особый вид бумаги с фиксированным доходом (облигация или привилегированная акция), которую инвестору разрешается обменять на определенное число обыкновенных акций того же эмитента. Обратимые облигации и обратимые привилегированные акции — это финансовые инструменты, привлекательные для инвесторов, так как они сочетают фиксированный доход (процент по облигациям или дивиденд по привилегированным акциям) с потенциальной возможностью получения курсовых доходов (доходов от прироста капитала), характерных для обыкновенных акций**. Эти черты обратимых бумаг, так же как и другие их важные особенности, рассматриваются в гл. 10.

---

* Возможны случаи погашения облигаций корпораций по сумме, превышающей номинальную стоимость, или с премией. Такие приемы обычно используются эмитентом, когда он заинтересован в досрочном выкупе своих облигаций. Поэтому современные корпорации часто прибегают к выпуску облигаций с выкупным фондом *(sinking fund bonds)* и отзывных облигаций *(callable bonds)*, дающих возможность гибко влиять на продолжительность и общий объем долгосрочного долга. *(Прим. науч. ред.)*

** Курсы обыкновенных акций в отличие от курсов облигаций и привилегированных акций одного эмитента, как правило, имеют более выраженные размахи колебаний. Поэтому курсовые доходы скорее можно получить от этого вида ценных бумаг. *(Прим. науч. ред.)*

Спекулятивные инвестиционные инструменты

Спекулятивные инвестиционные инструменты — *это финансовые инструменты, связанные с высоким уровнем риска.*

Спекулятивные инвестиционные инструменты в целом характеризуются высоким уровнем риска. Обычно они выпускаются под несуществующие или недостоверные проекты, сомнительные доходы, нестабильные рыночные оценки. В связи с риском выше среднего ожидаемая норма доходности по этим инструментам также высока. Главные виды спекулятивных инструментов представлены опционами, товарными и финансовыми фьючерсами и реальными вещественными активами.

Опционы: "права", ордера, опционы "пут" и "колл"

Опционы — *это ценные бумаги, которые дают инвестору право купить или продать другую ценную бумагу по специально оговоренной цене в течение определенного срока.*

"Права" — *это краткосрочный опцион на покупку определенной доли нового выпуска обыкновенных акций данного эмитента по курсу ниже текущего рыночного.*

Ордер, или варрант, — *это долгосрочный опцион на покупку одной или более обыкновенных акций по курсу, который на момент выпуска ордеров устанавливается выше рыночного.*

"Пут" — *это опцион на продажу 100 обыкновенных акций по фиксированному курсу до истечения установленного срока.*

"Колл" — *это опцион на покупку 100 обыкновенных акций по фиксированному курсу до истечения оговоренного срока.*

Ценные бумаги, дающие инвестору особое право купить или, наоборот, продать другую ценную бумагу (или актив) по определенному курсу в пределах установленного срока, называются **опционами**. Инвесторы покупают их в силу ряда причин и пользуются ими по-разному. Чаще всего опционы покупаются в расчете на игру на ожидаемом росте или снижении курсовой стоимости обыкновенных акций. Но поскольку тенденция изменения курса обыкновенных акций достаточно неопределенна, покупателю опциона не гарантируется какая-либо прибыль, и он может потерять всю вложенную им сумму либо потому, что опцион не будет признан выгодным, либо в силу того, что срок его закончится. Опционы приобретаются отнюдь не только в спекулятивных целях, но также для защиты сделанных вложений от потерь.

Три главных типа опционов — это, во-первых, "права", во-вторых, ордера, или варранты, и, в-третьих, опционы вида "пут" и "колл" (подробнее о них будет рассказано в гл. 11). **"Права"** — это опцион на покупку определенной *доли нового выпуска* обыкновенных акций того же эмитента по курсу *ниже* рыночного в течение *короткого срока* — обычно одного-двух месяцев. Например, можно получить "права" на покупку акций, текущий курс которых составляет 55 долл., на условиях 50 долл. за акцию и пропорции обмена "прав" на акцию 10 : 1 (т.е. каждое "право" означает возможность купить одну десятую обыкновенной акции). **Ордер, или варрант,** похож на "права" и отличается тем, что дает возможность своему владельцу купить *одну или больше* обыкновенных акций по курсу, который на момент приобретения самого ордера обязательно устанавливается *выше* рыночного, в течение *длительного срока* — обычно от 2 до 10 лет и даже дольше. Например, владелец варранта компании "Дженерал мэньюфекчуринг" может купить три акции компании, которые сейчас продаются по 70 долл. за штуку, по курсу 80 долл. в любое время до 31 декабря 1997 г.

Опционы "пут" и "колл" получили широкое распространение в последние 15 лет. Опцион **"пут"** дает право продать 100 обыкновенных акций компании по заранее определенному курсу до наступления установленной даты. Опцион **"колл"** дает право на покупку 100 акций по заранее определенному курсу до наступления установленной даты. Большинство опционов "пут" и "колл" рассчитаны на срок от одного до девяти месяцев, реже до одного года. Цены исполнения* по опционам "пут" и "колл" назначаются близко к текущим рыночным курсам обыкновенных акций на дату выпуска

* Ценой исполнения опциона называют фиксированный курс, по которому в зависимости от вида опциона продают ("пут") или покупают ("колл") обыкновенные акции. В американском финансовом языке для этой цены применяются два термина: *exercise* or *strike price* (*Прим. науч. ред.*)

опциона. Инвесторы предпочитают покупать опционы "пут", когда ожидается снижение курса, а опционы "колл", когда ожидается повышение. Например, опцион "колл" дает право купить 100 акций компании "Стейбл индастриз" по цене исполнения 30 долл. за штуку. Владелец такого опциона может купить в любой момент до истечения указанного срока 100 акций "Стейбл" по 30 долл., сколько бы они ни стоили на рынке. Как будет показано в гл. 11, хотя опционы "пут" и "колл" принято считать спекулятивными инструментами, их можно также использовать для защиты финансового положения инвестора от потерь.

Товарные и финансовые фьючерсы и реальные активы

Фьючерсы — *это контракты, в которых продавец данного контракта берет на себя обязательство поставить определенные активы (финансовые или товарные) по фиксированной цене в установленный срок, а покупатель контракта обязуется приобрести эти активы на данных условиях.*

Реальные активы — *это любые вещественные активы, кроме недвижимости.*

Наконец, еще одна группа спекулятивных финансовых инструментов — это товарные и финансовые фьючерсы, а также реальные активы. **Товарные и финансовые фьючерсные контракты** — это обязательства, имеющие юридическую силу и заключающиеся в том, что продавцы таких контрактов *поставят*, а покупатели *приобретут* определенный товар (например, соевые бобы, свиные туши, какао), иностранную валюту или финансовый инструмент (определенную ценную бумагу или ее денежный эквивалент наличными) на определенную дату в будущем. Торговля товарными и финансовыми фьючерсами — это деятельность высокоспециализированная и связанная с большим риском, так как возможность получения прибыли по этим сделкам зависит от множества неконтролируемых факторов, лежащих в области международной жизни и общеэкономической конъюнктуры. Напротив, **реальные активы** — это вещественное имущество, кроме недвижимости, т.е. то, что можно пощупать руками, например золото и другие драгоценные металлы, бриллианты, коллекционные предметы, такие, как марки, монеты, предметы искусства и антиквариат. В эти спекулятивные инструменты деньги вкладываются в расчете на повышение цен; вместе с тем, находясь в руках владельца, они доставляют ему определенное психологическое или эстетическое удовольствие. Подробное обсуждение товарных и финансовых фьючерсов и реальных активов вы найдете в гл. 12.

Другие распространенные инвестиционные инструменты

Инвесторы широко пользуются и другими видами финансовых инструментов. К ним относятся прежде всего акции взаимных фондов, недвижимость, ценные бумаги, дающие налоговые льготы, и вложения в капитал компаний с ограниченной ответственностью.

Взаимные фонды

Взаимный фонд — *это компания, вкладывающая свой капитал в диверсифицированный портфель ценных бумаг и продающая свои акции инвесторам, которые таким путем приобретают долю в этом портфеле.*

Компания, которая вкладывает средства в диверсифицированный портфель ценных бумаг, называется **взаимным фондом**. Фонд продает свои акции инвесторам, которые таким способом покупают участие в портфеле ценных бумаг фонда. Большинство взаимных фондов эмитирует и выкупает собственные акции по ценам, которые отражают соответствующую долю рыночной стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле на дату совершения сделки с инвестором взаимного фонда. Глава 13 посвящается изучению этого широко распространенного финансового инструмента.

Недвижимость

Недвижимость — *это имущество в виде частных индивидуальных домов, пустующих и неосвоенных земельных участков, а также имущество, привязанное к земле и приносящее доход (склады, многоквартирные дома различных видов).*

Термин недвижимость обозначает такие объекты вложения денег, как индивидуальные дома, в которых живут их владельцы, пустующие земельные участки, а также различное имущество, приносящее доход владельцам: склады, многоквартирные жилые дома, кооперативные дома и магазины, коттеджи на несколько семей (кондоминиумы). За последние 15 лет популярность помещения денег в недвижимость сильно выросла благодаря общему росту цен на все и благоприятствующему налоговому режиму. Ее популярность обусловлена тем обстоятельством, что вложения в недвижимость приносят доход в виде поступающей арендной платы, амортизационных списаний и прироста стоимости вложенного капитала, т. е. в формах, которых не дают другие финансовые инструменты. Роль, которую недвижимость может играть в портфеле инвестора, будет подробно освещена в гл. 14.

Инструменты, защищающие от налогов, и компании с ограниченной ответственностью

Инструменты, защищающие от налогов, — *это формы инвестиций, рассчитанные на извлечение преимуществ из действующего налогового законодательства и обеспечивающие экономию налоговых выплат.*

Согласно положениям федерального налогового законодательства по некоторым видам инвестиционных инструментов полагаются льготы, которые невозможны по другим формам инвестиций. Например, процентный доход по большинству выпусков муниципальных облигаций вообще не облагается налогом, а уплата налога по доходу на инвестиции в индивидуальные пенсионные счета откладывается до того момента, когда владелец изымает пенсионные накопления со счета. Поскольку ставки личного подоходного налога могут достигать 33%, многие инвесторы понимают, что ставки доходности инвестиций с учетом выплаченных налогов будут значительно выше, если прибегать **к инструментам, защищающим доходы от налогов**. Участие в капитале **компаний с ограниченной ответственностью** может оказаться выгодным для тех, кто предпочитает делать пассивные вложения средств при ограниченной ответственности по обязательствам, но с правом активного участия в профессиональном управлении компанией, чтобы при подсчете своих налоговых обязательств показывать результаты хозяйственной деятельности — прибыли или убытки (при определенных условиях). Закон о налоговой реформе от 1986 г. существенно изменил условия вложения денег в инструменты, дающие защиту доходов от налогообложения, которые нередко имели форму вложений в компании с ограниченной ответственностью; подробный обзор наиболее распространенных инструментов такого рода представлен в гл. 15.

КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ ОБЩЕЙ СТРУКТУРЫ ДАННОЙ КНИГИ

Текст книги состоит из 17 глав, объединенных в шесть частей.

Часть I. Инвестиционная среда.
Часть II. Инвестиции в обыкновенные акции.
Часть III. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом.
Часть IV. Инструменты спекулятивных инвестиций.
Часть V. Альтернативные общедоступные инвестиционные инструменты.
Часть VI. Инвестиционное управление.

РИС. 1.2. Обзор основных разделов текста

В книге рассматривается логика инвестиционного процесса индивидуального инвестора, она начинается с описания общих условий инвестиционной деятельности (часть I). Затем дается характеристика особенностей наиболее широко распространенных финансовых инструментов (части II—V). Заканчивается книга описанием принципов инвестиционного менеджмента (часть VI).

Каждая часть, начиная с оглавления и разъяснения связи материала, изложенного в нем, с элементами инвестиционного процесса в целом, посвящена отдельному аспекту инвестирования. Построенное таким способом изложение охватывает все стороны деятельности инвестора: разработку инвестиционного плана, его выполнение и контроль. Книга нацелена на обеспечение инвестора пакетом знаний, необходимых ему для формирования инвестиционного портфеля, позволяющего получить оптимальный доход при приемлемом для инвестора уровне риска.

Ниже можно ознакомиться с кратким содержанием частей. Рисунок 1.2 отражает связь каждой части текста с этапами инвестиционного процесса.

Часть I. Инвестиционная среда

До того как вкладывать деньги, инвестор должен знать, как работает рынок ценных бумаг, как осуществляются сделки, какую роль в их проведении выполняют брокерские фирмы. Кроме того, инвестор должен быть знаком с источниками информации об инструментах инвестирования, представлять процесс разработки стратегии инвестирования и приемы для оценки нормы прибыли и уровня риска.

Часть II. Инвестиции в обыкновенные акции

Одна из самых распространенных форм инвестирования — вложения в обыкновенные акции — подробно описывается в части II, где показаны основные особенности современных обыкновенных акций и процедура оценки их стоимости, а также приемы и методы, применяемые для анализа этих ценных бумаг, такие, как технический анализ и концепция эффективных рынков.

Часть III. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом

Еще одна распространенная группа финансовых инструментов — это ценные бумаги с фиксированным доходом, к которым относятся облигации, привилегированные акции и конвертируемые (обратимые) ценные бумаги. В этой части описаны основные особенности, типы и границы применения каждого из этих видов ценных бумаг, причем особое внимание уделено их возможной роли в портфеле индивидуального инвестора.

Часть IV. Инструменты спекулятивных инвестиций

Тем инвесторам, кто склонен к повышенному риску, спекулятивные инструменты дают шанс на получение высоких норм доходности. В части IV рассматриваются несколько видов существующих на рынке спекулятивных ценных бумаг: опционы ("права", ордера, опционы "пут" и "колл"), товарные и финансовые фьючерсы и реальные активы.

Часть V. Альтернативные общедоступные инвестиционные инструменты

В этой части книги описан ряд широко распространенных финансовых инструментов, включая ценные бумаги взаимных фондов, недвижимость и инструменты, защищающие доходы от налогообложения. При описании последних особое значение придается способам построения выгодной стратегии снижения налоговых выплат, возможной в рамках Закона о налоговой реформе от 1986 г., и разного рода аннуитетам*. Дана оценка основных особенностей и возможностей использования каждого из этих финансовых инструментов.

Часть VI. Инвестиционное управление

Последняя часть книги посвящена принципам управления инвестициями, что позволяет увязать между собой многие концепции и приемы, рассмотренные в предыдущих частях книги. Такая связь обеспечивается анализом технических и прикладных сторон управления инвестиционным портфелем. Кроме того, в этой же части излагаются способы текущего контроля за динамикой показателей инвестиционного портфеля.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Инвестиционный инструмент — это любая форма помещения денег в расчете на получение положительной величины дохода. Есть два вида инвестиционных инструментов: имущественные ценности и ценные бумаги. Одни вложения делаются напрямую, другие — косвенно.

* Аннуитеты — потоки денежных средств, обладающие рядом особых характеристик, а именно: равновеликие по номинальной сумме, следующие друг за другом через равные промежутки времени, доходы от которых целиком инвестируются по мере возникновения. В контексте данной главы имеются в виду различные страховые полисы и пенсионные схемы, связанные с регулярными равномерными потоками денежных средств. *(Прим. науч. ред.)*

- Деньги могут быть вложены в чужие долговые обязательства, в долю капитала компании или в опцион. Все названные виды различаются по степени риска — от небольшого до чрезвычайно высокого. Индивидуальный инвестор может пользоваться как долгосрочными, так и краткосрочными инструментами.
- Инвестиционный процесс организуется финансовыми институтами и финансовыми рынками, которые сводят поставщиков денег с теми, кто предъявляет на них спрос. Основные группы участников этого процесса — это государство, компании и частные лица, и только индивидуальные инвесторы являются чистыми поставщиками денежных средств.
- Инвесторы могут быть институциональными либо индивидуальными. Независимо от конкретной формы инвестиции имеют важное значение, так как обеспечивают финансирование экономического роста. Вложение денег вознаграждается в виде текущего дохода или через прирост капитала и курсовые доходы.
- Чтобы осуществить инвестиции, требуется сделать следующие шаги: определить свои финансовые возможности; установить цели; оценить и выбрать финансовые инструменты; создать диверсифицированный портфель и, наконец, управлять этим портфелем. Последние тенденции в области инвестиций связаны с расширением применения персональных компьютеров инвесторами, распространением финансовых супермаркетов и глобализацией финансовых рынков.
- Современным инвесторам предлагается широкий набор инструментов. У краткосрочных инструментов риск невысок, и поэтому они используются как приносящий небольшой доход резерв наличных денег либо к ним прибегают консервативные инвесторы, делая первые шаги на финансовых рынках. Обыкновенные акции дают возможность получать два вида доходов: дивиденды и прирост курсовой стоимости. Ценные бумаги с фиксированными доходами — облигации, привилегированные акции, конвертируемые (обратимые) ценные бумаги — интересны главным образом тем, что дают возможность получать регулярный доход, хотя вероятен и некоторый рост курсовой стоимости.
- Спекулятивные вложения капитала связаны с инструментами с высоким уровнем риска, такими, как опционы ("права", ордера, или варранты, опционы "пут" и "колл"), товарные и финансовые фьючерсы и реальные активы (кроме недвижимости), по которым можно получить доход выше среднего. Дополнительные возможности вложения денег, к которым прибегают многие, — это покупка ценных бумаг взаимных фондов и недвижимости, а также инструментов, защищающих доходы от налогов.
- Книга состоит из 17 глав, объединенных в шесть частей, как бы повторяющих главные этапы инвестиционного процесса.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Определите термин "инвестиции" и объясните, почему частные лица вкладывают деньги. Какие возможности существуют для вложения свободных денег?
2. Покажите различия между вложениями в ценные бумаги и в имущественные ценности. Какой формой вложений наиболее широко пользуются индивидуальные инвесторы?
3. В чем состоит отличие прямых вложений от косвенных? Дайте примеры тех и других.
4. Покажите, чем отличаются вложения в долговые обязательства, долевые инвестиции и опционы. Приведите примеры каждого из этих видов инвестиций.
5. Объясните, какие элементы инструментов инвестирования связаны с понятием "риск". Приведите примеры инвестиций с низким и высоким риском.
6. Опишите алгоритм инвестиционного процесса. Объясните, какую роль в нем играют финансовые институты и какую — финансовые рынки.
7. Определите функции правительства, компаний и частных лиц на стороне предложения и на стороне спроса на денежные средства. Объясните значение каждой группы для инвестиционного процесса.
8. Определите, в чем заключаются различия между институциональными и индивидуальными инвесторами. Какая группа действует более квалифицированно? Почему?
9. Коротко расскажите об экономическом значении инвестирования и получении дохода на вложенные средства.
10. Перечислите и опишите шесть последовательных шагов, предпринимаемых индивидуальным инвестором.
11. Расскажите о роли персонального компьютера *(PC)* в принятии инвестиционных решений индивидуальным инвестором.
12. Что такое финансовый супермаркет? Стоит ли вам обращаться туда по поводу ваших вложений? Объясните, почему да или почему нет.
13. Что такое операции с ценными бумагами на основе внутрифирменной информации? Расскажите, каким образом они способствовали постановке этических проблем, связанных с операциями на фондовых рынках.
14. Расскажите о роли краткосрочных финансовых инструментов в формировании плана и портфеля инвестиций индивидуального инвестора.
15. Сколько заработает инвестор на акции, купленной год назад за 63 долл., если он получил по ней годовой дивиденд в 3,75 долл. наличными и только что продал ее за 67,50 долл.? Получил ли инвестор курсовой доход?
16. Коротко определите и опишите следующие ценные бумаги с фиксированными доходами:

    а) облигации;
    б) привилегированные акции;
    в) конвертируемые ценные бумаги.
17. Объясните смысл опциона и расскажите, какие возможности получения прибыли дает этот вид финансовых инструментов.
18. Объясните сходства и различия между "правами" и ордерами.
19. Какая разница существует между опционами "пут" и "колл"? Если у вас не было акций какой-либо компании, но вы вдруг поняли, что в ближайшее время курс этих акций существенно снизится, что вы купите — опцион "пут" или опцион "колл"?

20. Назовите главные характеристики каждого из следующих видов вложений и факторы, влияющие на приносимые ими доходы:

а) товарные и финансовые фьючерсы;
б) реальные активы.

21. Дайте краткое описание каждого из следующих распространенных видов инвестиций:

а) акции взаимных фондов;
б) недвижимость;
в) инструменты, защищающие доходы от налогов.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

1.1. Инвестиции или игра в теннис?

Джадд Рид и Джуди Тодд — студенты крупного университета на Среднем Западе, специализирующиеся в области бухучета. Они дружат еще со школьных времен и в конце следующего семестра должны получить дипломы. Каждый уже нашел для себя работу, к которой приступит сразу по окончании университета. Джадд займет место аудитора в промышленной фирме средних масштабов; Джуди будет работать в одной из крупнейших независимых аудиторских фирм. Оба готовы попробовать свои силы в новом деле и хотят добиться профессионального успеха и высоких заработков.

Джадд и Джуди готовятся к выбору учебных дисциплин своего последнего семестра. Им надо выбрать один предмет из числа факультативных. Джадд хочет записаться на занятия по теннису, предлагаемые кафедрой физической подготовки; Джуди хочет пройти курс основ инвестирования. Джуди пыталась убедить Джадда пройти курс инвестирования вместо игры в теннис. Джадду кажется, что это не нужно, так как он уже знает, что такое обыкновенные акции. Он считает, что, как только у него появятся лишние деньги, он будет вкладывать их в акции какой-нибудь компании, у которой дела идут хорошо. Джуди отвечает, что есть и другие, самые разные пути, кроме вложений в обыкновенные акции. Она считает, что понимание инструментов инвестирования принесет намного больше пользы, чем совершенствование навыков игры в теннис.

Вопросы

1. Как бы вы объяснили Джадду, из чего складывается процесс инвестирования и каково экономическое значение инвестиций?
2. Как бы вы объяснили Джадду последовательность действий при инвестировании и их важность с точки зрения финансового успеха?
3. Перечислите и опишите виды финансовых инструментов, о которых Джадд, по всей видимости, ничего не знает.
4. Если допустить, что здоровье Джадда в полном порядке, то какие еще доводы вы могли бы привести, чтобы убедить его в том, что ему следует пройти курс инвестирования, а не игры в теннис?

1.2. Оценка инвестиционного плана Молли Портер

Муж Молли Портер Вэнс погиб в авиационной катастрофе. Он имел полис страхования жизни на крупную сумму, и страховка должна обеспечить Молли приличный доход на несколько лет вперед. Молли 33 года, у нее двое детей шести и семи лет — Дэвид и Филлис. Хотя Молли не исключает того, что она со временем может снова выйти замуж, она считает, что это обстоятельство не должно приниматься в расчет при составлении финансового плана. Молли подсчитала, что для финансирования обучения детей в колледже и обеспечения своей старости ей нужно за следующие 15 лет накопить 230 000 долл. По ее оценкам, если она будет продолжать работать учительницей в школе, то сможет откладывать некоторую сумму каждый год (состоящую из заработной платы плюс поступления по страховому полису минус текущие расходы),

чтобы накопить нужные средства. Она планирует ежегодно вносить эту сумму на депозитный счет денежного рынка, по которому в настоящее время выплачивается 7% годовых.

Вопросы

1. Оцените, является ли депозитный счет денежного рынка оптимальной формой помещения денег с точки зрения инвестиционных целей Молли.
2. Какие альтернативные финансовые инструменты вы предложили бы Молли изучить, прежде чем принимать решение о помещении денег на депозитный счет денежного рынка?
3. Какой финансовый инструмент выбрали бы вы для помещения свободных средств на месте Молли?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Egan, Jack. "Investors' Wish List for Washington". *U.S. News & World Report*, February 13, 1989, p. 83.

Fierman, Jaclyn. "What It Takes to Be Rich in America". *Fortune*, April 13, 1987, pp. 22—28.

Goode, Erica E. "On the Delicate Subject of Money". *U.S. News & World Report*, March 7, 1988, pp. 68—69.

Jacobs, Sanford L. "Investment City". *The Wall Street Journal*, December 2, 1988, pp. R9—R10.

Kehrer, Daniel M. "Five Population Trend Every Investor Should Know". *Changing Times*, September 1988, pp. 54—68.

Lynch, Peter. "One Up on Wall Street". *Money*, January 1989, pp. 128—143.

Reid, Jeanne L. "Twelve Steps to Financial Security". *Money*, January 1988, pp. 66—74.

Schiffres, Manuel. "Outlook Investing". *Changing Times*, January 1989, pp. 40—46.

"Ten Steps to Financial Freedom". *Changing Times*, September 1988, pp. 23—37.

"Your Finances". *Money Extra*, 1988, pp. 95—115.

Глава 2

Инвестиционные рынки и сделки

Изучив эту главу, вы сможете:

- Получить представление об основных типах фондовых рынков и механизме биржевой и внебиржевой торговли.
- Понять принципы регулирования рынков ценных бумаг, а также основные процессы, происходящие на этих рынках в течение последних 50 лет.
- Выяснить роль фондового брокера, виды приказов брокеру о проведении сделок и о возникающих в операциях с ценными бумагами затратах.
- Понять, чем экономически обусловлены фондовые покупки в кредит и как они проводятся.
- Разобраться в тактике фондовых покупок в кредит.
- Объяснить, чем обусловлено обращение к продажам "без покрытия", как действуют в этих сделках продавцы и какова тактика использования этих продаж.

Довольно трудно играть в игру, не вполне понимая ее правила. Даже если у вас есть силы и сноровка, без нужных знаний вы вряд ли будете играть хорошо. Эта закономерность действует и в области инвестирования. Хотя инвестирование — это гораздо больше, чем просто игра, в нем тоже есть некие важные правила, которые следует знать. Безотносительно к тому, насколько вы хорошо подготовлены к выбору наилучшего из финансовых инструментов для достижения ваших личных целей, вы не сможете сделать выбор, не зная, как работает рынок, на котором этот инструмент продается и покупается, не зная, как следует выходить на этот рынок, не понимая, какого рода операции придется осуществлять при покупке ценных бумаг. В этой главе мы рассмотрим ключевые характеристики рыночного механизма инвестиций в ценные бумаги. Вы поймете, на какой из рынков вам следует выходить, как это делается и какие основные сделки вам придется заключать.

Рынки ценных бумаг — *это механизм, позволяющий заключать сделки между поставщиками и потребителями денежных средств; они играют ключевую роль в купле-продаже финансовых инструментов.*

РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынки ценных бумаг — это механизм, позволяющий заключать сделки между поставщиками и потребителями денежных средств. Эти рынки играют ключевую роль в купле-продаже финансовых инструментов инвесторами. Причем это не просто процедура совершения сделок, а механизм, который позволяет проводить операции *быстро* и по справедливой цене. Перед тем, как перейти к описанию техники операций на этих рынках, рассмотрим кратко виды рынков ценных бумаг, элементы их организации, правила регулирования и главные тенденции развития.

Виды рынков

Денежный рынок — *это механизм купли-продажи краткосрочных ценных бумаг.*

Рынок капиталов — *это механизм купли-продажи долгосрочных ценных бумаг, таких, например, как акции и облигации.*

Первичный рынок — *это механизм, обеспечивающий выход в обращение новых выпусков ценных бумаг.*

Инвестиционные банки — *это институты, которые специализируются на размещении новых выпусков акций.*

Рынки ценных бумаг подразделяют на денежные рынки и рынки капиталов. На **денежных рынках** продаются и покупаются краткосрочные ценные бумаги. На **рынке капиталов** заключаются сделки с долгосрочными ценными бумагами, такими, как акции и облигации. Так как денежный рынок обслуживает краткосрочные инвестиции, обычно превышающие по объему ресурсы среднего инвестора (100 000 долл. и более), то в этой книге мы уделяем больше внимания рынку капитала, где ведутся операции разных масштабов, с помощью которых можно вкладывать деньги в акции, облигации, опционы и фьючерсы. Рынки капиталов, в свою очередь, подразделяются на первичные и вторичные.

Первичные рынки

Рынок, на котором широкой публике предлагаются новые выпуски ценных бумаг, называется первичным*. Когда компания предлагает новую ценную бумагу, в процессе продажи может участвовать целый ряд финансовых институтов. Корпорация-эмитент может воспользоваться услугами **инвестиционного банка** — института, который специализируется на раз-

* Первичное размещение новых выпусков может проходить не только в виде открытой, или публичной, подписки на ценные бумаги, в которой круг потенциальных инвесторов ничем не ограничен, но и в форме закрытой подписки для четко определенной группы участников. Поэтому понятие первичного рынка ценных бумаг связано не только с публичным размещением. (*Прим. науч. ред.*)

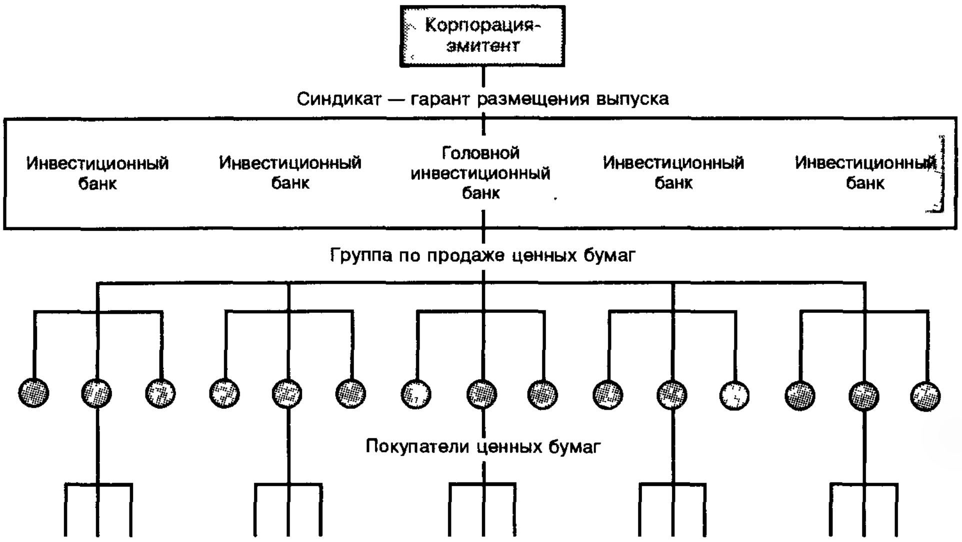


Рис. 2.1. Процесс размещения нового выпуска ценных бумаг

Инвестиционный банк по контракту с корпорацией-эмитентом может организовать синдикат для гарантированного размещения выпуска, который, в свою очередь, формирует группу по продаже нового выпуска ценных бумаг на первичном рынке.

мещении новых выпусков ценных бумаг. Его услуги могут включать **андеррайтинг, или гарантированное размещение**, когда инвестиционный банк предоставляет гарантии в том, что эмитент получит за свой выпуск новых ценных бумаг оговоренную в контракте сумму. Инвестиционный банк не только продает новые выпуски ценных бумаг от имени эмитента, но также консультирует эмитента по вопросам курса ценной бумаги и других важных аспектов эмиссии. В тех случаях, когда размеры эмиссии очень велики, инвестиционный банк приглашает партнеров и организует **эмиссионный синдикат**, с тем чтобы распределить финансовый риск, с которым связана продажа нового выпуска ценных бумаг. Инвестиционный банк — инициатор с помощью синдиката создает **группу по продаже ценных бумаг** из нескольких брокерских фирм, каждая из которых берет на себя обязательство продать определенную часть выпуска. Процесс размещения нового выпуска ценных бумаг описан на рис. 2.1. Характер взаимосвязей участников этого процесса иллюстрирует также объявление о предложении нового выпуска ценных бумаг, пример которого дан на рис. 2.2. Распределение ролей между участниками процесса размещения можно видеть в том, как построен текст объявления. Названия отдельных фирм (нередко они набираются более крупным шрифтом) отражают роль каждой из них в процессе продажи: главные участники предложения обычно располагаются на правой стороне листа.

Вознаграждение за гарантию размещения и услуги по продаже новых выпусков обычно устанавливают в форме скидки, или дисконта, с курса продажи ценной бумаги. Например, инвестиционный банк предлагает эмитенту 24 долл. за акцию, которая будет продаваться по 25 долл. Затем инвестиционный банк может предложить эти акции группе по продаже по кур-

Андеррайтинг, или гарантированная подписка, — *это размещение посредником нового выпуска с предоставлением эмитенту гарантии получения им определенной минимальной суммы от продажи новых ценных бумаг.*

Эмиссионный синдикат — *это временное объединение, созданное для распределения финансового риска, возникающего при размещении нового выпуска.*

Группа по продаже ценных бумаг — *это сеть брокерских фирм, которые объединяются для принятия ответственности за продажу определенных долей выпуска новой ценной бумаги.*

This advernsement is neither an offer to sell not a solicitation of an offer to buy any of these securities.
The offering is made only by the Prospectus[1].

April 14, 1989

1,350,000 Shares

Bytex

Common Stock

Price $8.00 Per Share

Copies of the Prospectus may be obtained from such of the Underwriters as may legally offer these securities in compliance with the securities laws of the respective states[2].

Investment Banking Syndicate[3]

Alex. Brown & Sons Incorporated — **Volpe & Covington**

Selling Group[4]

Bear, Stearns & Co. Inc. — **The First Boston Corporation** — **Dillon, Read & Co. Inc.**
Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation — **Drexel Burnham Lambert** Incorporated — **Goldman, Sachs & Co.**
Hambrecht & Quist Incorporated — **Kidder, Peabody & Co.** Incorporated — **Lazard Frères & Co.**
Merrill Lynch Capital Markets — **Montgomery Securities** — **Morgan Stanley & Co.** Incorporated
PaineWebber Incorporated — **Prudential-Bache Capital Funding** — **Robertson, Stephens & Company**
Salomon Brothers Inc — **Shearson Lehman Hutton Inc.** — **Smith Barney, Harris Upham & Co.** Incorporated
Wertheim Schroder & Co. Incorporated — **Dean Witter Reynolds Inc.** — **Adams, Harkness & Hill, Inc.**
William Blair & Company — **Dain Bosworth** Incorporated — **A. G. Edwards & Sons, Inc.**
Oppenheimer & Co., Inc. — **Piper, Jaffray & Hopwood** Incorporated — **The Robinson-Humphrey Company, Inc.**
Thomson McKinnon Securities Inc. — **Wheat, First Securities, Inc.**
Robert W. Baird & Co. Incorporated — **Blunt Ellis & Loewi** Incorporated — **R. G. Dickinson & Co.** — **McDonald & Company** Securities, Inc.
The Ohio Company — **Stifel, Nicolaus & Company** Incorporated — **Wessels, Arnold & Henderson**

РИС. 2.2. **Уведомление о предложении нового выпуска ценных бумаг**
Такую форму уведомления о предложении нового выпуска обычно называют "надгробием" — вероятно, по причине известного сходства. На "надгробии" указаны как инвестиционные банки, вошедшие в синдикат, так и члены группы по продаже обыкновенных акций "Байтекс". (*Источник: The Wall Street Journal*, April 14, 1989, p. C17.)

Примечания редактора:

[1] Настоящее уведомление не является ни предложением о продаже, ни ходатайством о предложении о продаже данных ценных бумаг. Предложение о продаже осуществляется только через проспект эмиссии.

[2] Экземпляры проспекта эмиссии можно получить у членов синдиката — гаранта размещения выпуска, имеющих право предложения этих акций на законных основаниях в соответствии с законами о ценных бумагах соответствующих штатов.

[3] Синдикат, гарантирующий размещение акций.

[4] Члены группы по продаже.

су 24,75 долл. за акцию. В этом случае инвестиционный банк — инициатор процесса зарабатывает на каждой акции по 0,75 долл. (курс продажи 24,75 долл. минус курс покупки 24 долл.), а члены группы зарабатывают по 0,25 долл. (продают по 25 долл., а покупают по 24,75 долл.). Иногда новые выпуски ценных бумаг размещаются эмитентом напрямую, без посредников, но большинство продается с помощью описанного здесь механизма.

Вторичный рынок — *это механизм купли-продажи уже размещенных ценных бумаг.*

Биржевой рынок, или фондовые биржи, — *это централизованные учреждения для организации операций с выпущенными ранее ценными бумагами.*

Внебиржевой рынок, или внебиржевой оборот, — *это широко разветвленная сеть телекоммуникаций, соединяющих продавцов и покупателей определенных ценных бумаг, в том числе и при первичном размещении публичных выпусков новых акций.*

Вторичные рынки

Рынок, на котором ценные бумаги перепродаются после того, как они были выпущены, называют **вторичным**. Вторичный рынок существует потому, что после того, как ценная бумага была выпущена и вышла в обращение, одни инвесторы могут захотеть ее продать, а другие могут захотеть ее купить. На вторичном рынке действуют различные фондовые биржи, а также существует внебиржевой оборот. **Фондовые биржи** — это централизованные учреждения, организующие взаимодействие покупателей и продавцов определенных ценных бумаг. Они являются формой вторичного рынка, где обращаются уже выпущенные и размещенные ценные бумаги. **Внебиржевой рынок, или внебиржевой оборот,** — это широко разветвленная сеть телекоммуникаций, соединяющая продавцов и покупателей тех или иных ценных бумаг. Внебиржевой оборот также является частью вторичного рынка ценных бумаг, но в то же время и формой первичного рынка, где продаются новые публичные выпуски, включая иногда и те из них, которые зарегистрированы на фондовых биржах. Индивидуальные инвесторы обращаются как на фондовые биржи, так и на внебиржевые рынки, так как на тех и других предлагается большой выбор различных ценных бумаг, хорошо известных широкой публике.

Фондовые биржи

На фондовых биржах продаются ценные бумаги, прошедшие *листинг**; на них приходится около двух третей всего оборота акций американских компаний. Вся торговля каждой биржи сосредоточена в одном месте (как, например, на Нью-Йоркской фондовой бирже на Уолл-стрите) и подчинена подробным правилам, установленным теми лицами, которые являются членами биржи. Самые знаменитые американские фондовые биржи, торгующие акциями и облигациями, — это Нью-Йоркская *(NYSE)* и Американская *(AMEX)*. Обе биржи находятся в Нью-Йорке, и на них приходится соответственно 85% и 5% стоимости акций, обращающихся на фондовых биржах США. Среди других американских фондовых бирж известны биржи Среднего Запада, Тихоокеанская, Филадельфийская и Бостонская. Они относятся к категории *региональных бирж* и в совокупности обслуживают до 10% оборота акций (по стоимости) фондовых бирж США. Региональных бирж всего 13, и каждая торгует прежде всего ценными бумагами местного и регионального значения. Кроме того, американские ценные бумаги проходят листинг и продаются на зарубежных фондовых биржах. В США торговля опционами, а также обращение товарных и финансовых фьючерсов

* Листинг — процедура регистрации ценной бумаги или внесения ее в котировочный лист для торговли на конкретной бирже. Каждая биржа применяет свои правила и критерии качества ценных бумаг. (*Прим. науч. ред.*)

происходят на особых биржах. Рассмотрим структуру основных правил торговли и главные операции каждой из этих фондовых бирж.

Нью-Йоркская фондовая биржа

Поскольку большинство фондовых бирж организовано по типу Нью-Йоркской, описание ее членства, политики листинга и торговой деятельности даст нам основу для характеристики других бирж.

Членство. Членство на Нью-Йоркской фондовой бирже стоит дорого. Чтобы стать ее членом, частное лицо или фирма должны владеть или арендовать "кресло", или место, на бирже. Слово "кресло" употребляется фигурально, так как члены биржи ведут торги стоя. На *NYSE* всего 1366 мест. Место на бирже продавалось в 1987 г. за 1 250 000 долл., а в 1876 г. и 1878 г. — всего за 4000 долл. Большинством мест владеют брокерские фирмы, и у каждой обычно более одного места. (У самой крупной из них, "Меррилл Линч, Пирс Феннер энд Смит, инк.", более 20 мест.) Такие фирмы, как "Меррилл Линч", назначают своих служащих на эти места, и только этим избранным лицам разрешается вести торги в операционном зале фондовой биржи. Члены биржи обычно делятся на несколько групп в соответствии с тем, чем они занимаются. Большинство членов биржи ведут операции с ценными бумагами от имени своих клиентов, но некоторые осуществляют сделки по поручению других членов биржи, а также за свой счет. В табл. 2.1 приведена классификация членов биржи по видам деятельности. Как видно из таблицы, большинство операций на бирже ведут брокеры, работающие за комиссионное вознаграждение, и биржевые "специалисты".

Двойной листинг — *это регистрация акций фирмы более чем на одной бирже.*

Политика листинга. Для того чтобы пройти регистрацию на фондовой бирже, компания должна заполнить заявление. Некоторые компании проходят листинг не только на одной бирже; в таких случаях о ценных бумагах компании говорят, что они прошли **двойной листинг**. На Нью-Йоркской фондовой бирже действуют самые жесткие условия листинга. В настоящее время на *NYSE* зарегистрированы свыше 1600 компаний, насчитывающих в целом более 2200 выпусков акций и более 3300 выпусков облигаций. Для того чтобы участвовать в листинге на *NYSE*, компания должна иметь не менее 2000 акционеров, владеющих по 100 и более акций. У нее должно быть как минимум 1,1 млн. акций, выпущенных по открытой подписке и находящихся в собственности внешних акционеров. К моменту подачи заявления об участии в листинге она должна иметь прибыль в 2,5 млн. долл. (до уплаты налогов), показанную в ее финансовой отчетности, а в течение двух предшествующих лет — прибыль по 2 млн. долл. Компания должна располагать реальными активами в нетто-исчислении* не менее 16 млн. долл., суммарная рыночная стоимость акций, находящихся в обращении, должна составлять не менее 18 млн. долл. На-

* Реальные активы компании — это сумма всех ее активов, показанных в балансовом отчете за год, минус нематериальные активы (лицензии, патенты, торговые марки, репутация и т.д.). Нетто-реальные активы означают, что принимается во внимание лишь их балансовая стоимость, т.е. стоимость за вычетом всех уже осуществленных амортизационных списаний и за вычетом обязательств. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 2.1 **Функции членов Нью-Йоркской фондовой биржи**

Виды членов	Примерное отношение к общему числу* (в %)	Основные функции
А. Операции по поручению клиентов		
Брокеры, работающие за комиссионное вознаграждение	52	Покупают и продают акции и облигации по запросам клиентов
Брокеры по операциям с облигациями	2	Осуществляют только операции с облигациями по запросам клиентов
Б. Операции для других членов биржи		
Брокеры операционного зала ("двухдолларовые")	10	Исполняют приказы других брокеров в моменты повышенной активности биржи
"Специалисты"	29	Создают регулярную и упорядоченную систему торговли для 6—15 выпусков ценных бумаг, выделенных для них. Покупают и продают неполные лоты для членов биржи
В. Операции за собственный счет		
Зарегистрированные трейдеры	4	Покупают и продают ценные бумаги за счет собственных средств. Должны соблюдать ряд правил, установленных для защиты клиентов биржи

* В связи с тем, что примерно 3% членов биржи не ведут активной деятельности, сумма составляет только 97%.

конец, она обязана внести плату за листинг. Как только ценные бумаги компании прошли листинг, она обязана выполнять требования федеральной Комиссии по ценным бумагам и биржам, которая регламентирует некоторые параметры зарегистрированных ценных бумаг. Если фирма начинает игнорировать эти требования, она может быть исключена из регистрационного листа, или подвергнута **делистингу**.

Делистинг эмитента — *это исключение из регистрационного списка фондовой биржи за невыполнение конкретных требований листинга.*

Торги. Биржевые торги ведутся в операционном зале. Размеры операционного зала Нью-Йоркской фондовой биржи примерно равны размерам футбольного поля. Зал разделен на 18 торговых зон, а по периметру располагается аппаратура телефонно-телеграфной связи, которой пользуются для передачи приказов клиентов о покупке и продаже из контор брокерских фирм в операционный зал и обратно, т.е. информации о завершении сделок. В каждой торговой зоне ведутся операции с определенными видами акций. Облигациями и менее популярными акциями торгуют в пристройке. Все сделки в операционном зале осуществляются членами биржи. Торги идут только **полными лотами** (обычно это 100 акций), а для сделок с **неполными лотами** существует особый порядок. Биржевые брокеры, зарегистрированные как

Полные лоты — *это партии в 100 акций или числом, кратным 100.*

Неполные лоты — *это партии акций числом менее 100.*

"Специалисты" — это члены фондовой биржи, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами конкретных эмитентов, а также ведущие сделки в неполных лотах для остальных членов биржи.

"специалисты" по одному или нескольким видам ценных бумаг*, ведут сделки с неполными лотами (менее 100 акций) для остальных членов биржи.

Все сделки в операционном зале ведутся по процедуре аукциона. Цель аукционного механизма торгов — закрыть все приказы на покупку по самому низкому курсу, а все приказы на продажу — по самому высокому, что дает максимум возможностей как продавцам, так и покупателям. Аукцион обычно ведется на том участке операционного зала, где торгуют определенной ценной бумагой. Члены биржи, заинтересованные в покупке данной бумаги, ведут публичные торги с продавцами этой бумаги. В ходе каждой операции роль "специалиста" по той или иной ценной бумаге состоит в том, чтобы ее купля-продажа шла непрерывно и упорядоченно. "Специалист" предлагает купить или продать ее (по определенному курсу) в те моменты, когда поток приказов на эту бумагу прерывается.

Американская фондовая биржа

Американская фондовая биржа *(AMEX)* — вторая по величине фондовая биржа в США по числу зарегистрированных на ней компаний, хотя по обороту она меньше, чем две крупнейшие региональные: биржа Среднего Запада и Тихоокеанская биржа. Ее организация и процедуры в принципе аналогичны Нью-Йоркской, но требования к листингу менее жесткие. На *AMEX* примерно 660 мест, на ней зарегистрировано более 950 акций и 325 облигаций.

Региональные биржи

Число компаний, ценные бумаги которых зарегистрированы на региональных биржах, обычно находится в интервале от 100 до 500. В целом на эти биржи приходится около 10% стоимости оборота акций на фондовых биржах США. Девять из тринадцати региональных фондовых бирж США зарегистрированы в агентстве федерального правительства, остальные слишком малы для регистрации на этом уровне. В табл. 2.2 приведен список региональных фондовых бирж. В нем доминируют биржи Среднего Запада, Тихоокеанская, Филадельфийская и Бостонская. Большинство региональных бирж устроено по образцу *NYSE*, однако правила членства и листинга у них намного мягче. На региональных биржах нередко регистрируются ценные бумаги, прошедшие листинг на *NYSE* и *AMEX*. К двойному листингу эмитенты нередко прибегают для того, чтобы активизировать оборот ценных бумаг. Наконец, ряд региональных бирж связаны с *NYSE*, *AMEX* и внебиржевым рынком сетью электронных коммуникаций — *Межрыночной торговой системой (ITS)*, благодаря которой брокеры и другие бизнесмены могут выбирать самые благоприятные условия для заключения сделок.

---

* Функции "специалиста" как особого брокера на самом деле гораздо сложнее. Его главная профессиональная задача — поддерживать устойчивость равновесия сил спроса и предложения по ценным бумагам определенных, прикрепленных к нему эмитентов. "Специалист" фондовой биржи выступает как монополист в котировке и сделках по данным ценным бумагам, принимая на себя полностью все риски, проистекающие из периодически возникающего несоответствия спроса и предложения. Особая роль этого вида брокеров обязывает их устранять разрывы спроса и предложения за счет собственного капитала. Поэтому фондовая биржа предъявляет специальные требования к объему собственного капитала "специалиста", доле заемных средств для ведения специфических операций и т.д. Американскому термину *"специалист" (specialist)* на английских биржах соответствует термин *джоббер (jobber)*. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 2.2 Местные фондовые биржи: зарегистрированные (З) и не зарегистрированные (Н) в Комиссии по ценным бумагам и биржам

Бостонская фондовая биржа (З)	Тихоокеанская фондовая биржа (З)
Фондовая биржа Цинциннати (З)	Филадельфийская фондовая биржа (З)
Фондовая биржа Колорадо (Н)	Питсбургская фондовая биржа (З)
Детройтская фондовая биржа (Н)	Ричмондская фондовая биржа (Н)
Фондовая биржа Гонолулу (З)	Фондовая биржа Спокана (З)
Фондовая биржа Межгорья (З)	Фондовая биржа Уилинга (Н)
Фондовая биржа Среднего Запада (З)	

Зарубежные фондовые биржи

Помимо американских фондовых бирж необходимо иметь в виду и зарубежные биржи. Так, в Канаде ведущие места занимают биржи Торонто и Монреаля. В мировом масштабе — Токийская и Лондонская биржи занимают соответственно первое и третье места по объему оборота; Нью-Йоркская биржа находится на втором месте. Среди других важных бирж — Цюрихская (в Швейцарии), Сиднейская (в Австралии), Парижская (во Франции), Франкфуртская (в Германии), Гонконгская (в Китае) и Южно-африканская (в ЮАР). Зарубежные фондовые биржи по принципам организации похожи на американские и представляют собой отлаженные механизмы для операций с ценными бумагами прежде всего компаний, зарегистрированных в этих странах. Нередко эти компании на самом деле являются иностранными филиалами американских фирм.

Депозитарные свидетельства (*ADR*) — *это свободно обращающиеся сертификаты, заменяющие акции зарубежных эмитентов, находящиеся в доверительном управлении зарубежных отделений американских банков.*

Зарегистрированные депозитарные свидетельства (*ADR*) — *это депозитарные свидетельства, отвечающие требованиям контрольных органов федерального правительства и прошедшие листинг на крупнейших фондовых биржах США.*

Незарегистрированные депозитарные свидетельства (*ADR*) — *это депозитарные свидетельства, не отвечающие требованиям контрольных органов федерального правительства и обращающиеся только на внебиржевом рынке.*

Инвестор, желающий совершить сделку с акциями иностранной компании, может выбрать один из двух основных способов. Первый — покупка акции через зарубежного брокера или иностранный филиал американской брокерской фирмы. Но это далеко не всегда легко сделать из-за возможных осложнений административного характера и трудностей с расчетом налогов и переводом денег. Поэтому чаще всего используется второй вариант — покупка акции непосредственно на крупной американской фондовой бирже или на внебиржевом рынке США. Акции некоторых иностранных компаний продаются и покупаются в форме *ADR* — **свободно обращающихся депозитарных свидетельств**, которые заменяют акции зарубежной компании, находящиеся в доверительном (трастовом) управлении иностранного отделения американского банка. Существует две формы *ADR*. **Зарегистрированные депозитарные свидетельства** отвечают требованиям государственных органов американского правительства, они прошли листинг и находятся в обороте Нью-Йоркской или Американской фондовых бирж. К числу *ADR* относятся, например, акции иностранных фирм — "Бритиш петролеум" (Великобритания), "Сони корпорейшн" (Япония). **Незарегистрированные депозитарные свидетельства** не прошли регистрацию контрольных органов американского правительства и поэтому котируются только на внебиржевом рынке. К этой категории относятся акции таких широко известных компаний, как "Де Бирс" (ЮАР) и "Кэнон" (Япония). Независимо от того, к какому виду они относятся, депозитарные свидетельства доступны для инвесторов через брокеров (подробнее об *ADR* см. в гл. 6).

Биржи опционов

Опционы, которые дают своим владельцам право купить или продать финансовый актив по определенному курсу в течение оговоренного срока, регистрируются и обращаются на Чикагской бирже опционов *(CBOE)*, а также на Американской, Нью-Йоркской, Тихоокеанской и Филадельфийской фондовых биржах. Большинство сделок с опционами проходит на Чикагской опционной бирже, основанной в 1973 г. Обычно опцион на покупку ("колл") или на продажу ("пут") определенного финансового актива регистрируется только на одной из бирж, ведущих операции с опционами, но иногда случается и двойной листинг. Опционные биржи обслуживают только операции с ценными бумагами; опционы на покупку или продажу вещественных активов на них не обращаются.

Биржи фьючерсов

Фьючерсы — контракты, гарантирующие поставку через определенный срок какого-либо товара, иностранной валюты или финансового инструмента, — являются объектом торгов на многих биржах. Главная биржа, обслуживающая операции с товарными и финансовыми фьючерсами, — это Чикагская фондовая биржа *(Chicago Board of Trade, CBOT)*. Она обеспечивает организационную структуру, в которой члены этой биржи могут заключать сделки по любым из зарегистрированных в котировочном листе биржи товарным и финансовым фьючерсам. В США существуют и другие биржи срочных контрактов, причем некоторые из них специализируются на отдельных видах товаров. Крупнейшие из подобных специализированных бирж — Чикагская товарная биржа, Чикагская биржа риса и хлопка, Нью-Йоркская товарная биржа, Международная нефтяная биржа, Биржа Канзас-сити, Товарная биржа Средней Америки, Зерновая биржа Миннеаполиса, Нью-Йоркская биржа кофе, сахара и какао, Нью-Йоркская хлопковая биржа, Нью-Йоркская фьючерсная биржа (филиал *NYSE*), Филадельфийская биржа и Товарная биржа Виннипега.

Внебиржевой рынок

Внебиржевой рынок не связан с каким-либо конкретным учреждением. Это просто другой способ торговли ценными бумагами. В США он охватывает почти до одной трети *всего стоимостного объема* оборота акций. Ценные бумаги, обращающиеся на этом рынке, называют *не прошедшими листинг*. Внебиржевой рынок *(OTC)* — это плод "неосязаемых" контактов между покупателями и продавцами ценных бумаг. Те, кто ведет интенсивные операции на данном рынке, соединены между собой сложнейшей сетью телекоммуникаций, а курсы, по которым продаются ценные бумаги, складываются на основе конкурирующих заявок покупателей и в ходе переговоров. В каждом конкретном случае ход переговоров зависит от того, насколько активно обращается на рынке та или иная ценная бумага. Подавляющее число акций обращается на современном внебиржевом рынке США, аналогичная картина сложилась и по государственным и корпоративным облигациям. Из более чем 30 тыс. выпусков, обращающихся на внебиржевом рынке, около 5 тыс. находятся в активном обороте, т.е. операции с ними совершаются часто. Значительное количество всех облигаций корпораций, в том числе и тех

выпусков, которые зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже, обращаются на внебиржевом рынке.

Новые выпуски и вторичное распределение

Чтобы поддержать непрерывность процесса обращения ценных бумаг, по тем или иным причинам не прошедших листинг на фондовых биржах, внебиржевой рынок обеспечивает возможность первичного размещения новых публичных выпусков ценных бумаг как эмитентов, уже включенных в котировочные листы бирж, так и тех, кто еще не прошел листинг. В первом случае новый выпуск может также размещаться через соответствующую биржу, во втором случае ценные бумаги попадают в обращение и продолжают свой оборот только через внебиржевой рыночный механизм. *Вторичное распределение* ценных бумаг связано с продажей крупных пакетов их основными владельцами, подобные масштабные операции часто осуществляются на внебиржевом рынке. Это вызвано стремлением эмитентов и их посредников к снижению возможного негативного воздействия данных операций на уровни курсов ценных бумаг, включенных в котировочные листы фондовых бирж.

Роль дилеров

Дилеры — *это торговцы, которые создают рынок, предлагая купить или продать определенные ценные бумаги внебиржевого оборота по установленному ими курсу.*

Курс спроса — *это наивысшая цена, которую предлагает дилер для покупки данной ценной бумаги.*

Курс предложения — *это наименьшая цена, по которой дилер готов продать данную ценную бумагу.*

Рыночные курсы ценных бумаг на внебиржевом рынке складываются как результат сопоставления спроса и предложения на эти бумаги, которое осуществляют операторы рынка, называемые дилерами. Каждый дилер создает рынок для тех или иных ценных бумаг, предлагая их купить или продать по заявленному им курсу. Таким образом, в отличие от фондовых бирж (где продавцы и покупатели ценной бумаги общаются через посредника-брокера) дилеры внебиржевого рынка всегда выступают в роли партнера, а не посредника в сделке. Например, дилер, создающий рынок для акций компании "Рэйко энтерпрайз", может предложить купить акции у инвесторов за 29,50 долл. и продать их другим инвесторам за 31 долл. **Курс спроса** — это всегда самая высокая цена, по которой дилер купил бы акции; **курс предложения** — это самая низкая цена, по которой он хотел бы продать акции. Любой инвестор может *продать* дилеру акции "Рэйко энтерпрайз" по курсу 29,50 долл. (дешевле) или *купить* их у дилера по 31 долл. (дороже). Разница курсов предложения и спроса образует источник прибыли дилера.

Система NASDAQ

Система автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (*NASDAQ*) — *это система компьютеризованной информации о внебиржевых котировках определенных, наиболее активно обращающихся ценных бумаг, передающая текущие курсы спроса и предложения.*

Дилеры внебиржевого рынка США связаны с продавцами и покупателями ценных бумаг через **Систему автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг** (*NASDAQ*), которая передает самые последние курсы спроса и предложения по 5100 акциям, выбранным из числа продающихся на внебиржевом рынке наиболее активно. *NASDAQ* сделала торговлю на внебиржевом рынке непрерывной, так как облегчила установление контактов между продавцами и покупателями. Чтобы заключать сделки с ценными бумагами, не внесенными в систему *NASDAQ*, покупателям и продавцам приходится искать друг друга по справочным изданиям или обращаться к известным дилерам фондового рынка. Примерно 2900 акций из всех включенных в *NASDAQ* и отвечающих ряду

Национальная рыночная система в рамках *NASDAQ* (*NASDAQ/NMS*) — *это список акций, включенных в систему NASDAQ и отвечающих ряду требований к финансовым параметрам эмитентов и интенсивности обращения.*

"Третий" рынок — *это внебиржевой оборот ценных бумаг, котирующихся на Нью-Йоркской, Американской и других фондовых биржах.*

"Четвертый" рынок — *это внебиржевые сделки, заключаемые непосредственно между крупными институциональными покупателями и продавцами.*

требований к финансовым параметрам эмитента и активности оборота вынесены в особый список — **Национальную рыночную систему в рамках** ***NASDAQ* (*NASDAQ/NMS*)***. Сделки по акциям из этого списка тщательно отслеживаются дилерами и инвесторами, и поэтому подробные данные об их котировках публикуются в финансовой прессе отдельно от котировок других ценных бумаг внебиржевого оборота.

"Третий" и "четвертый" рынки

"Третьим" рынком называется внебиржевая торговля ценными бумагами, которые котируются на Нью-Йоркской, Американской и других фондовых биржах. Он существует для обслуживания нужд крупных институциональных инвесторов, таких, как взаимные и пенсионные фонды, компании страхования жизни, позволяя им существенно снижать затраты по проведению крупных операций с ценными бумагами. Обычно сделками на "третьем" рынке занимаются те фирмы или дилеры, которые не являются членами фондовых бирж. За то, что они сводят крупных продавцов и покупателей, дилеры внебиржевого рынка берут комиссионные по более низкой ставке, чем нужно платить за аналогичные сделки на фондовых биржах. Таким образом, институциональные инвесторы имеют возможность экономить значительные суммы на комиссионном вознаграждении, но в то же время их влияние на курс на этом рынке минимально. Однако значение "третьего" рынка несколько упало с тех пор, как в 1975 г. на фондовых биржах были введены договорные комиссионные вознаграждения брокерам.

"Четвертым" рынком называются сделки, которые совершаются напрямую между крупными институциональными инвесторами и продавцами. В отличие от "третьего" рынка в операциях на "четвертом" отсутствует дилер. Однако в поисках подходящего покупателя или продавца институциональный инвестор может обратиться к услугам фирм-посредников с целью облегчения сделки.

Государственная регламентация рынка ценных бумаг

Под влиянием разного рода злоупотреблений и мошенничеств, которые случались на фондовом рынке, были приняты законы на федеральном уровне и на уровне ряда штатов, требующие предоставления адекватной и точной информации существующим и потенциальным инвесторам. Эти законы, кроме того, регламентируют действия различных участников фондового рынка. Законы штатов, регулирующие продажу ценных бумаг в границах отдельного штата, обычно называются "законами о голубом небе", так как они нацелены на предотвращение ситуаций, в которых инвестор не приобретает ничего, кроме воздуха. Эти законы, как правило, устанавливают процедуры для контроля эмиссии ценных бумаг и их продажи в границах штата. В большинстве штатов есть

* Пакет требований основан на разделении компаний-эмитентов в соответствии с четырьмя группами критериев. Первая группа — это критерии первичного внесения в список *NASDAQ*; вторая, наиболее жесткая из всех, касается компаний, включаемых собственно в Национальную рыночную систему. Остальные две группы критериев относятся к компаниям, которые не удовлетворяют полностью требованиям первых двух групп критериев. Такие компании называют "альтернатива 1" (компании с высокими прибылями, но недостаточными с точки зрения критериев данной системы активами и капиталом) и "альтернатива 2" (компании с достаточными активами и капиталом, но низкими прибылями). (*Прим. науч. ред*)

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Круглосуточная электронная торговля на *NYSE*: возможно ли это?

Нью-Йоркская фондовая биржа, стараясь не отстать от конкурирующих бирж, в связи с намеченным переходом на круглосуточную работу намерена в те часы, когда ее операционный зал закрыт, торговать акциями через компьютерную сеть.

Переход к так называемой торговле в неурочные часы — это новый этап в истории "Большого табло" (так называют в просторечии Нью-Йоркскую фондовую биржу. — *Прим. пер.*), которое работает уже 198 лет и занимает второе место в мире после Токийской фондовой биржи. До сих пор "Большое табло" избегало того, что сделали другие фондовые и товарные биржи в США и за границей, — перехода на круглосуточную торговлю акциями, фьючерсами и другими финансовыми инструментами через компьютерную сеть или же вручную.

«У нас есть еще в запасе полгода, а может быть, и год, для того чтобы разработать и довести до сведения нашей клиентуры расширенную модель торговли во внеурочное время, — сказал в своем интервью президент "Большого табло", ответственный за операционную деятельность биржи Ричард Грассо. — Мы обязаны пойти навстречу пожеланиям клиентов в той мере, в какой они нуждаются в торговле в эти часы».

• • •

Господин Грассо отметил, что он пока еще не может подробно рассказать о той системе компьютерной торговли, к которой собирается перейти "Большое табло". Но к нему уже обращаются с предложениями чикагские биржи, которые хотят соединить свои системы с системой "Большого табло".

• • •

"Большое табло", располагая самыми современными компьютерами, способными проводить сделки с миллионами акций в день, вполне могло бы разработать собственную систему круглосуточной торговли. Но некоторые брокерские фирмы Нью-Йорка боятся, что, если "Большое табло" не поторопится с подготовкой собственной системы, ее параметры будут заданы конкурентами. Как сказал один из управляющих компанией "Саломон бразерс", "Большое табло" все острее чувствует конкуренцию в торговле во внеурочные часы.

"Большое табло" склоняется к переходу на круглосуточную торговлю в связи с тем, что биржи всего мира занимаются разработкой новых технологий торговли для обеспечения взаимодействия покупателей и продавцов широкого круга ценных бумаг.

Технология работы на основе поручений брокерам существует многие годы, ею с успехом пользовались авиалинии, банки и другие отрасли, которые часто сталкиваются с большими объемами операций в ограниченное время. Но во всем мире на большинстве бирж, работающих с акциями, фьючерсами и опционами, сделки ведут брокеры в операционном зале, и биржи упорно сопротивляются автоматизации торгов.

свои регулирующие органы, отвечающие за исполнение соответствующих законов, — обычно это комиссия штата по ценным бумагам. Но наиболее важные законы о ценных бумагах были приняты федеральным правительством.

Закон о ценных бумагах от 1933 г.

Этот закон был принят Конгрессом в целях обеспечения полного открытия информации о новом выпуске ценных бумаг и предотвращения крахов фон-

А на рынках иностранных валют и облигаций брокеры давно уже перешли на электронную связь.

Однако развитие международных связей между рынками, усиливающее конкуренцию между биржами, ослабляет их сопротивление. Благодаря этим связям биржи начинают рассматривать себя в качестве звеньев международной сети обмена, а не изолированных островков.

"Большое табло", закрывая операционный зал с 16.00 до 9.30, теряет пока лишь небольшую долю оборота по операциям с зарубежными клиентами, но некоторые члены биржи беспокоятся о том, что потери могут возрасти, особенно при игре на повышение.

• • •

По словам брокеров, работающих в операционном зале, при жесткой ситуации на рынке, — а она пока сохраняется после краха 1987 г. (резкого падения курсов в октябре 1987 г. — *Прим. пер.*), — руководство "Большого табло" весьма озабочено поисками новых источников дохода. Крупные фирмы с Уолл-стрита и финансовые менеджеры, видя, как истощаются их доходы, оказывают давление на биржевых "маркет-мейкеров" (тех, кого называют "специалистами"), с тем чтобы они снижали свои ставки комиссионных.

Но если биржа перейдет на круглосуточную торговлю, к которой, конечно же, будут привлечены новые дилеры, а не собственные "специалисты" Нью-Йоркской фондовой биржи, то ситуация только усложнится. В результате этого шага власть десятков "специалистов", которые ведут отдельные выпуски акций и следят за движением их курсов и рыночным равновесием, окажется под угрозой именно в те часы, когда операционный зал будет закрыт.

• • •

"Специалисты" не без злорадства замечают, что в настоящее время по электронной компьютерной связи проходит весьма небольшой оборот. Самая большая трудность этого вида торговли состоит в том, что финансовые менеджеры и другие крупные участники торгов не торопятся вводить в компьютерные сети приказы на покупку и продажу больших партий ценных бумаг, боясь, что тогда все участники рынка будут знать их намерения заранее, еще до совершения сделок. Правда, эксперты по компьютерам утверждают, что можно построить такую систему, в которой эта трудность будет сведена к минимуму.

Стоит финансовому менеджеру оповестить по компьютерной сети, что ему нужно купить, например, 100 000 акций компании "Америкен экспресс", как курс ее акций взлетит еще до того, как он купит хотя бы одну акцию, так как другие торговцы также поторопятся их купить до выполнения его приказа. В операционном зале сохраняется определенная конфиденциальность: брокеры собирают распоряжения своих клиентов осторожно, они ищут возможности выполнения приказов клиентов, но не указывают на них пальцем. Такой "специалист", как "маркет-мейкер", нередко действует в качестве "свахи", сводя покупателей с продавцами, но не разглашая их позиций.

Источник: Matthew Winkler, Michael W. Miller, and Steve Swartz, "Big Board Considers Trading Electronically During Off-Hours", *The Wall Street Journal*, April 21, 1989, p. C1.

Проспект эмиссии — *это обобщенные данные о ценной бумаге, необходимые для официальной регистрации ее выпуска регулирующим органом.*

довых бирж, аналогичных краху 1929—1932 гг. Закон требует, чтобы эмитент новой ценной бумаги зарегистрировал ее выпуск в Комиссии по ценным бумагам и биржам *(SEC)*. Фирма не может начинать размещение ценной бумаги до тех пор, пока комиссия не утвердит заявление о регистрации, на что обычно требуется 20 дней.

Одна часть регистрационных документов, которая называется **проспект эмиссии**, содержит данные, необходимые для регистрации. В течение периода ожидания, после подачи заявления о регистрации выпуска и до его одобре-

Пробный проспект (“**красная рыба**”) — *это предварительное письменное объявление данных о новом выпуске для предполагаемых инвесторов, которое распространяется после того, как проспект подан на регистрацию, но еще не принят.*

ния, предполагаемым инвесторам рассылается так называемая “**красная рыба**”, или **пробный проспект**, — предварительное уведомление, в котором излагаются основные сведения о будущем выпуске. Оно называется так потому, что перед началом текста этого варианта проспекта помещается набранное красным цветом предупреждение о том, что информация, содержащаяся в данном документе, имеет предварительный характер и может быть изменена. Как только заявление одобряется, новый выпуск ценных бумаг предлагается на продажу, если только эмиссионный проспект получен всеми заинтересованными сторонами. Если оказывается, что заявление о регистрации содержит какие-либо искаженные сведения, комиссия его не пропустит и может даже подать в суд на директоров и других официальных лиц компании-эмитента, которые несут ответственность за обман. *Если заявление о регистрации нового выпуска утверждено комиссией, это вовсе не означает, что данная ценная бумага — хороший инструмент для вложения капитала; это значит только, что сведения, приведенные в проспекте, признаны правдивыми и соответствующими действительному положению компании-эмитента.*

Закон о фондовых биржах от 1934 г.

Этот закон расширил масштабы государственной регламентации и формально учредил *SEC* в качестве агентства, отвечающего за исполнение федеральных законов о ценных бумагах. Этот закон дал *SEC* право регулировать работу фондовых бирж и внебиржевых рынков путем распространения требований об открытии информации по ценным бумагам, уже находящимся в обороте. Закон требовал, чтобы в *SEC* были зарегистрированы как сами фондовые биржи, так и ценные бумаги, которыми они торгуют.

В результате принятия этого закона полномочия *SEC* стали всеобъемлющими: комиссия регулировала и биржи, и внебиржевой рынок, деятельность их членов, брокеров и дилеров, а также ценные бумаги, обращающиеся на этих рынках. Каждый из перечисленных участников обязан заполнять регистрационное заявление и подавать в *SEC* дополнительные финансовые данные, которые следует периодически обновлять. Этот закон действительно помог добиться необходимого раскрытия информации о выпущенных акциях, обращающихся на вторичных рынках. Закон от 1934 г., который в последующие годы несколько раз пересматривался, вместе с Законом о ценных бумагах от 1933 г. по-прежнему образует основу законодательства, защищающего интересы участников рынка ценных бумаг.

Закон Мэлоуни от 1938 г.

Этот закон, который на самом деле был поправкой к Закону о фондовых биржах от 1934 г., разрешил создание профессиональных отраслевых ассоциаций с целью внутреннего саморегулирования торговли ценными бумагами как вида бизнеса. Закон требовал, чтобы эти ассоциации были зарегистрированы в *SEC*. С тех пор была создана только одна подобная ассоциация — Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг *(NASD)*. В *NASD* состоят почти все американские дилерские фирмы, торгующие на открытом рынке. Большинство фирм рассматривает членство в *NASD* как обязательное для себя, так как, вступая в ассоциацию, они получают возможность проводить сделки с другими членами этой ассоциации по более низким ставкам комиссионных, чем в случае операций с компаниями, не состоящи-

ми в *NASD*. В настоящее время все фирмы, не состоящие в *NASD*, являются объектом непосредственного регулирования *SEC*. Поскольку *SEC* юридически вправе отменить регистрацию *NASD*, постольку она имеет такую же власть над этой ассоциацией, как и над фондовыми биржами. Профессиональная ассоциация дилеров не только внедрила систему саморегулирования, но и существенно упростила работу внебиржевого рынка, создав систему автоматизированной информации о котировках (*NASDAQ*). С точки зрения индивидуального инвестора, *NASD* создала удобный механизм, так как информационная система облегчает заключение сделок и поиск котировок ценных бумаг на внебиржевом рынке.

Закон об инвестиционных компаниях от 1940 г.

Этот закон был принят в защиту инвесторов, приобретающих акции инвестиционных компаний. Инвестиционная компания — это фирма, которая получает денежные средства от продажи своих акций массовому вкладчику и использует эти средства для покупки ценных бумаг других компаний. Приобретая акции инвестиционной компании, инвестор осуществляет косвенное вложение капитала сразу во множество акций. Существуют два вида инвестиционных компаний: **закрытого типа**, у которых выпускается в обращение ограниченное количество собственных акций, и **открытого типа**, у которых, напротив, нет ограничения на продажу своих акций. О самой распространенной форме открытой компании — взаимном фонде — мы подробно расскажем в гл. 13.

Компании закрытого типа — *это инвестиционные компании, которые продают ограниченное количество собственных акций.*

Компании открытого типа — *это инвестиционные компании, например взаимные фонды, у которых не ограничивается количество собственных акций, выпускаемых в обращение.*

Закон об инвестиционных компаниях от 1940 г. установил правила и процедуры для инвестиционных компаний и формально уполномочил *SEC* регулировать их работу. Закон потребовал, чтобы инвестиционные компании регистрировались в *SEC* и выполняли определенные условия открытия своей внутренней информации. В 1970 г. в закон были внесены исправления, запрещающие инвестиционным компаниям платить консультантам слишком крупные гонорары, а также брать высокие комиссионные с покупателей своих акций. Этот закон защищает индивидуального инвестора от недостаточной или недостоверной информации, а также от чрезмерных расходов: косвенно — в виде гонораров консультантам фонда и прямо — в виде комиссионных при покупке акций компании.

Закон о консультантах по инвестициям от 1940 г.

Этот закон был принят в защиту инвесторов от потенциальных злоупотреблений со стороны консультантов по инвестициям, которых нанимают инвесторы для профессиональной разработки варианта вложения денег. Закон потребовал от инвестиционных консультантов предоставления всей необходимой информации о своей квалификации, возможных конфликтах интересов и так далее, а также о тех вложениях, которые они рекомендуют делать. В соответствии с данным законом консультанты обязаны пройти регистрацию в *SEC* и предоставлять в комиссию регулярные отчеты. В 1960 г. была принята поправка к этому закону, расширившая полномочия *SEC* в изучении послужных списков консультантов, а также позволившая отзывать лицензии тех, кто нарушил требования этого закона. *Однако закон не гаранти-*

рует компетентность консультантов; он только помогает инвестору защититься от мошенничества и нарушений деловой этики с их стороны.

Поправки к законам о ценных бумагах от 1975 г.

В 1975 г. Конгресс пересмотрел законодательство о ценных бумагах и потребовал, чтобы *SEC* совместно с профессионалами разработала конкурентоспособную систему торговли ценными бумагами. Хотя задача была поставлена перед отраслью в самом общем виде, *SEC* начала с того, что в том же 1975 г. отменила систему фиксированных комиссионных, тем самым положив начало выплаты брокерам договорных комиссионных. Вслед за этим в 1978 г. была создана Межрыночная торговая система *(ITC)*. Сегодня эта электронная система охватывает 8 рынков, включая *NYSE, AMEX* и внебиржевой рынок, и в ее обороте находится свыше 1500 выпусков ценных бумаг. Тем не менее, поскольку для формирования по-настоящему конкурентной общенациональной рыночной системы еще предстоит преодолеть немало институциональных и организационных барьеров, пока еще трудно сказать, когда эта цель будет действительно достигнута.

Общие условия рынка: рынки "быков" и "медведей"

Растущий рынок (рынок "быков") — *это благоприятное состояние фондового рынка, связанное с оптимизмом инвесторов, восстановлением экономической активности и стимулированием экономики со стороны правительства.*

Падающий рынок (рынок "медведей") — *это неблагоприятное состояние рынка, связанное с пессимистическими оценками инвесторов, снижением экономической активности и усилением сдерживающих мер о государственном регулировании.*

Ситуация на фондовых рынках в зависимости от того, как движется общий уровень цен — вверх или вниз, классифицируется как растущий рынок, или рынок "быков", либо как падающий рынок, или рынок "медведей". Переломы в ситуации на фондовом рынке обычно происходят в силу изменений предпочтений инвесторов, общехозяйственной конъюнктуры, а также под воздействием мер, принимаемых государством для стимулирования или, напротив, торможения общей деловой активности. **Растущие рынки,** или **рынки "быков",** — это благоприятные ситуации, как правило, обусловленные оптимизмом инвесторов, ростом деловой активности, государственным стимулированием экономики. **Падающие рынки,** или **рынки "медведей",** неблагоприятны, связаны с пессимистической позицией инвесторов, снижением деловой активности, сдерживающей экономической политикой государства. В течение последних 50 лет общая тенденция рынка акций была повышательной, что было результатом экономического роста и процветания США. Как показано на рис. 2.3, со времени окончания второй мировой войны можно отметить пять периодов, когда рынок ценных бумаг США был преимущественно растущим, причем самый долгий из них продлился *97 месяцев* — с июня 1949 г. до июля 1957 г. Наиболее дурную славу снискал себе последний период, когда рынок "быков" сформировался в августе 1982 г. и рост курсов акций достиг наивысшей точки в августе 1987 г.; дурная слава этого этапа связана с крупным биржевым крахом 19 октября 1987 г. На самом деле снижение курсов акций началось в конце августа, и к середине октября индекс Доу Джонса для промышленных компаний упал примерно на 15%. Затем наступил "черный понедельник", когда на рынке произошло самое резкое и глубокое за всю его историю падение курсов: всего за *один день* промышленная средняя Доу Джонса упала почти на 23%, что означало снижение суммарной рыночной стоимости акций на *половину триллиона* долларов. Начавшийся период рынка "медведей" был обусловлен главным

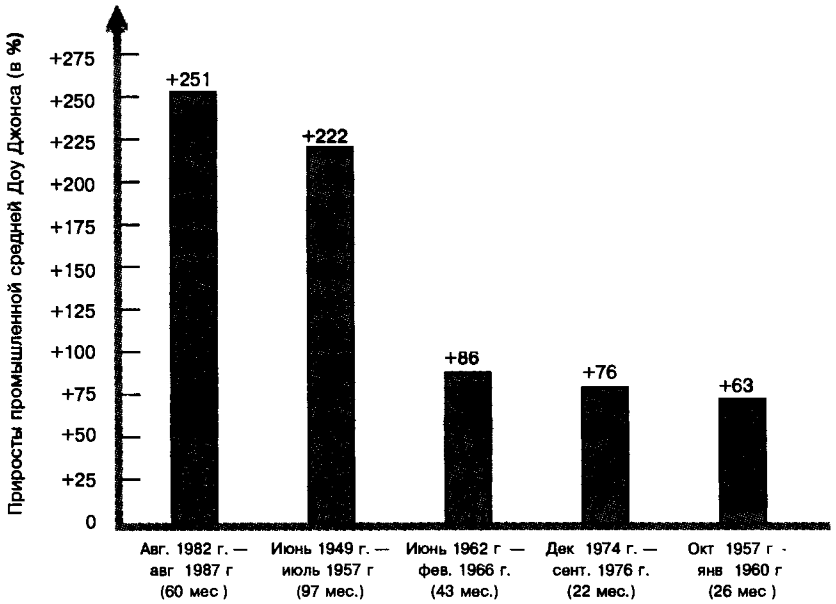


РИС. 2.3. Пять самых длительных периодов рынка "быков" после второй мировой войны

По данным о приростах промышленной средней Доу Джонса, самым длительным периодом рынка "быков" после второй мировой войны был период, окончившийся в августе 1987 г. Обычно в такой ситуации повышаются курсы почти всех акций, и поэтому на таком рынке трудно потерпеть финансовый ущерб, хотя в принципе это возможно, так как все-таки далеко не по всем акциям курсы растут.

образом крупным дефицитом государственного бюджета и неблагоприятным внешнеторговым балансом.

В целом на этапе растущего фондового рынка инвесторы больше всего зарабатывают на курсовых доходах по обыкновенным акциям. Тем не менее при общей повышательной тенденции курсы отдельных выпусков акций могут идти вниз, так же как и, наоборот, в условиях рынка "медведей" идти вверх. Естественно, когда формируется рынок "медведей", многие инвесторы начинают искать инструменты помещения капиталов за пределами фондового рынка, чтобы меньше рисковать и больше зарабатывать. Предвидеть состояние рынка очень трудно, чаще всего его просто определяют уже после того, как сложились фактические тенденции курсов. О том, как оценивают состояние фондового рынка, и о возможностях использования этой информации инвестором речь пойдет в гл. 3.

ПОРЯДОК ЗАКЛЮЧЕНИЯ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Понимание структуры и функционирования рынка ценных бумаг — это только первый шаг в разработке надежной инвестиционной программы: инвестор должен, кроме того, принимать решения об участии в операциях и заключении сделок. Поэтому индивидуальный инвестор должен знать, каким образом совершаются сделки и какие виды распоряжений он мог бы да-

вать брокеру. Важно также представлять себе, какие издержки связаны с совершением сделок.

Фондовые брокеры

Фондовые брокеры — *это лица, имеющие лицензию от фондовой биржи на право ведения операций с ценными бумагами для инвесторов в качестве посредника*

Фондовые брокеры, или, как их еще называют, **управляющие счетами клиентов** *(account executives)*, покупают и продают ценные бумаги по поручениям инвесторов. Для ведения операций они должны иметь лицензию той биржи, на которой размещают заказы, и соблюдать правила деловой этики, установленные биржами и *SEC*. Фондовые брокеры работают на брокерские фирмы — владельцев мест на фондовых биржах. Приказы клиентов, переданные брокерами, реально выполняются фирмами — членами бирж. Например, крупнейшая брокерская фирма "Меррилл Линч, Пирс Феннер энд Смит" имеет отделения в большинстве крупных городов по всей стране. Из этих отделений приказы клиентов передаются в головной офис "Меррилл Линч", а затем в операционный зал фондовой биржи (*NYSE или AMEX*) либо на внебиржевой рынок и там исполняются. Подтверждение исполнения заказа отсылается обратно брокеру, получившему распоряжение клиента, а через него — клиенту. На этот процесс в системе современных телекоммуникаций затрачивается всего несколько минут. В настоящее время приказы клиентов передаются в часы работы биржи, но, как вы можете прочесть во вставке "Проницательному инвестору", которая дана в начале этой главы, давление конкуренции скоро заставит вести торговлю круглосуточно.

Распоряжения клиентов по ценным бумагам, котирующимся на внебиржевом рынке, выполняются через "маркет-мейкеров" — дилеров, которые специализируются на данных бумагах. Система *NASDAQ*, передающая информацию о тех, кто "делает рынок" для определенных ценных бумаг, облегчает брокерам выполнение приказов по бумагам внебиржевого рынка. Обычно сделки на внебиржевом рынке выполняются очень быстро, так как "маркет-мейкеры" располагают собственными запасами ценных бумаг, с которыми они работают. Несмотря на то что технология сделок в биржевом механизме может отличаться от процедуры, применяемой на внебиржевом рынке, инвестор передает своему брокеру приказы, форма которых не зависит от того, на каком рынке они будут выполняться.

Услуги биржевых брокеров

Первоочередная обязанность фондовых брокеров состоит в совершении сделок покупки и продажи ценных бумаг по поручениям клиентов. На самом деле эта категория брокеров непосредственно не осуществляет покупку и продажу ценных бумаг, а только выполняет распоряжения своих клиентов, добиваясь для них самых выгодных курсов. Брокерские фирмы обычно хранят у себя сертификаты ценных бумаг клиентов. Ценные бумаги, находящиеся на таком хранении, регистрируются "на имя брокера", так как брокер может продать их для клиента, не запрашивая подписи последнего. Кроме того, брокеры могут оказывать клиентам разного рода дополнительные услуги. Например, брокерская фирма обычно предлагает разнообразную информацию, начиная с обзоров конъюнктуры рынка акций и облигаций, в которых содержатся общие сведения об их обороте, и кончая аналитическими обзорами по ценным бумагам или отраслям экономики. Очень

часто у этих фирм есть аналитические отделы, которые выпускают регулярные обзоры экономической конъюнктуры в целом по стране, на отдельных рынках, в отраслях, а также обзоры финансового состояния компаний, и эти материалы используются при рекомендациях о покупке или продаже тех или иных ценных бумаг. Дело фондового брокера — дать клиенту ту информацию, которая больше всего нужна для достижения инвестиционных целей последнего. Если вы клиент крупной брокерской фирмы, то можете рассчитывать на получение регулярных бюллетеней, содержащих аналитические обзоры рынка, а иногда и перечень рекомендуемых инвестиций. Кроме того, вы будете получать выписки из вашего счета, содержащие информацию обо всех ваших сделках в течение каждого месяца, выплаченных комиссионных и процентах по заемным средствам, полученных дивидендах и процентах и остатке на вашем счете.

В наши дни большинство брокерских фирм обычно вкладывает остаток свободных средств на счетах клиентов в инвестиционные инструменты денежного рынка, чтобы клиент зарабатывал на этих суммах соответствующие проценты. Подобные услуги обеспечивают эффективное управление свободной денежной наличностью клиента и позволяют ему зарабатывать на этих средствах как можно больше. Некоторые брокеры за дополнительное вознаграждение помогают инвестору находить профессиональных управляющих краткосрочными капиталами и работать с ними. Во многих брокерских фирмах уже появилось электронное оборудование, которое позволяет получать текущие с точностью до минуты данные о котировках и международную информацию. Котировки ценных бумаг даются на электронных табло (больших экранах, на которых сведения обо всех сделках на *NYSE* и *AMEX* появляются через минуту после того, как они заключены); кроме того, информация передается через компьютерную сеть, что позволяет получить на дисплее файлы с описанием почти всех ценных бумаг и сведения об их курсах. Те международные новости, которые могут значительно повлиять на фондовый рынок, передаются средствами кабельной связи, к которой подключены отделения брокерских фирм. Наконец, у каждой такой фирмы есть справочная библиотека, которой могут пользоваться ее клиенты.

Защита интересов инвесторов: SIPC и арбитраж

Корпорация страхования инвестиций в ценные бумаги (*SIPC*) — *это орган федерального правительства, страхующий счет каждого клиента фондовых брокеров на сумму в 500 тыс. долл.*

Если вы клиент брокера, то вы защищены от потери брокером вашей ценной бумаги или наличных денег. По Закону о защите инвестиций в ценные бумаги от 1970 г. была учреждена **Корпорация страхования инвестиций в ценные бумаги** (*Securities Investors Protection Corporation, SIPC*) — орган федерального правительства, специально занимающийся защитой счетов инвестора от последствий финансового краха брокерских фирм. Она страхует счета каждого клиента на сумму до 500 тыс. долл., однако претензии одного клиента по наличным денежным суммам ограничены 100 тыс. долл. Следует отметить, что *SIPC не гарантирует* возмещения стоимости утраченных ценных бумаг; она гарантирует только, что сами ценные бумаги будут возвращены. Некоторые брокерские фирмы страхуют определенные счета своих клиентов на сумму сверх 500 тыс. долл. обязательного страхования в *SIPC*. Естественно, при большом количественном и качественном разнообразии услуг, которые предлагаются брокерскими фирмами, инвестору сле-

дует очень внимательно отнестись не только к *личности* брокера, но и к выбору самой брокерской *фирмы*.

SIPC защитит вас в том случае, если брокерская фирма разорится. Но что, если брокер даст вам неверный совет, в результате которого вы потеряете на вашем вложении большую сумму? В этом случае *SIPC* не поможет: она не намерена страховать вас от неправильных рекомендаций. Вместо этого в случае, если у вас возник конфликт с брокером, вам следует прежде всего поставить в известность об этом управляющего тем отделением брокерской фирмы, которое вас обслуживает. Если это не поможет, обратитесь в отдел фондовой биржи, наблюдающий за выполнением правил торговли, с письменным или устным заявлением, а также свяжитесь с отделением Комиссии по ценным бумагам и биржам штата.

Арбитраж — *это процесс разрешения спора, во время которого брокер и его клиент приводят свои аргументы группе экспертов, выносящих постановление о разрешении конфликта.*

Если и это вас не удовлетворяет, вам не остается ничего другого, как прибегнуть к **арбитражу** — процессу разбирательства, во время которого вы и ваш брокер приводите свои доводы перед группой экспертов, которая выносит постановление о том, каким образом должен быть разрешен ваш спор. Если арбитраж имеет ***обязательную силу***, а обычно так и бывает, то вам придется принять его постановление и вы не сможете оспорить его в суде. Хуже того, многие брокерские фирмы требуют, чтобы вы решали спорные вопросы путем арбитража, имеющего обязательную силу. В этом случае вы не будете иметь права даже на судебный иск. Поэтому перед тем, как открывать счет, внимательно прочтите соглашение с брокерской фирмой: в нем может содержаться пункт об арбитраже, имеющем обязательную силу. В этом не было бы ничего плохого, если бы эти решения были более или менее беспристрастны. Но в том-то и беда, что в прошлом эти решения чаще всего принимались в пользу брокеров. Правда, это еще может измениться, так как Комиссия по ценным бумагам и биржам недавно объявила, что собирается внести изменения в арбитражный процесс. Тем не менее самое лучшее — избегать такой ситуации, внимательно выбирая брокера и впоследствии серьезно обдумывая его советы.

Выбор фондового брокера

Чрезвычайно важно выбрать такого брокера, который понимал бы, с какой целью вы вкладываете деньги, и мог бы оказывать вам существенную помощь в этом деле. Если вы найдете брокера, который относится к вложению средств так же, как и вы, тем самым вы сможете избежать конфликта с ним и установить прочные деловые отношения. Может быть, в поисках такого брокера лучше всего обратиться за советом к друзьям или к деловым партнерам. Но не так уж важно поддерживать личное знакомство с брокером, а иногда это и вовсе не нужно! Ведите с ним чисто деловые отношения — и вы не будете опасаться того, что в ваши инвестиционные планы вмешаются какие-то личные моменты. Это, конечно, не значит, что вашему брокеру нужны будут от вас только комиссионные. Хорошие, надежные брокеры обычно стараются установить постоянные отношения с клиентами, и они не принуждают клиентов к заключению большого количества сделок просто для того, чтобы иметь на этом побольше комиссионных. К тому же следует учитывать, какие услуги можно получить от фирмы, которую представляет ваш брокер, и сколько они будут стоить. Вам следует выбрать человека, ко-

торый отлично понимает, с какой целью вы вкладываете деньги, и будет наилучшим образом обслуживать вас при минимуме затрат.

Дисконтный брокер — *это посредник, заключающий сделки с ценными бумагами для клиента, но не предоставляющий ему консультационных услуг и аналитической информации.*

Тем из инвесторов, кто заинтересован только в заключении сделок и не нуждается в получении полного набора брокерских услуг, скорее всего, следует обращаться к **дисконтным брокерам**. Эти брокеры только совершают сделки для клиентов и не предоставляют никакой, или почти никакой, информации либо консультационных услуг. К ним обращаются с приказами о сделках по местному телефону; дисконтные брокеры подтверждают, что сделка состоялась, почтовым уведомлением. Объем сделок, совершаемых дисконтными брокерами, быстро растет, свидетельствуя об их преуспевании, и это побуждает другие финансовые учреждения, например банки и страховые компании, выходить на рынок брокерских услуг. Многие банки и сберегательные учреждения фактически оказывают дисконтные брокерские услуги своим клиентам, имеющим у них вклады, и, как указывалось в гл. 1, финансовые рынки все больше превращаются в подобия супермаркетов, где можно сразу удовлетворить все потребности клиента.

Открытие счета

Для того чтобы открыть счет, брокер просит клиента заполнить ряд документов, с помощью которых устанавливаются правовые рамки отношений между клиентом и брокерской фирмой. Клиент заполняет и подписывает карточку, удостоверяющую его подпись, и карточку со своими данными и таким образом дает информацию о себе для открытия счета. Биржевой брокер должен также иметь определенное представление о финансовом положении клиента, чтобы правильно оценивать его инвестиционные цели и знать, что он в состоянии оплатить покупку ценных бумаг. Вместе с информацией личного характера брокер должен получить предписания о способах передачи ценных бумаг и их хранении. Если клиент хочет вести сделки в кредит, для него открывают *маржинальный счет* (о нем будет рассказано дальше). Если клиент является чьим-либо доверенным лицом или душеприказчиком или же он является не физическим лицом, а корпорацией, то для открытия счета потребуются дополнительные документы. Закон не запрещает инвестору установить отношения не с одним биржевым брокером, а с несколькими. Многие инвесторы открывают счета в различных фирмах, чтобы пользоваться услугами и советами различных брокеров одновременно.

Виды счетов

У биржевого брокера можно открывать разные виды счетов. Рассмотрим коротко некоторые из самых распространенных.

Опекунский счет — *это счет для осуществления расчетов по операциям фондового брокера, которые он обязан согласовывать с родителями или опекунами клиента.*

Отдельный и совместный счета. Счет, открытый в брокерской фирме, может быть или отдельным, или совместным. Последние чаще всего открываются мужем и женой или одним из родителей и ребенком. Счет несовершеннолетнего (лица моложе 18 лет) относится к **опекунским счетам** и открывается с условием, что родитель или опекун обязан быть участником любой сделки. У супружеской пары может быть два и более счетов, например у каждого свой и еще совместный. Независимо от формы счета различаются по фамилиям владельцев и присваиваемым им номерам.

Кассовый счет — *это счет в брокерской фирме, по которому клиент может рассчитываться по проведенным операциям только наличными.*

Маржинальный счет — *это счет у брокера, по которому клиент имеет право на получение кредита от брокера.*

Кассовый и маржинальный счета. **Кассовый счет** — наиболее распространенный вид счета, по которому клиент может совершать сделки через брокера только за наличные деньги. Клиенты могут давать поручение о сделке по телефону даже в том случае, если на счете у них меньше наличных, чем требуется для оплаты операций. В этом случае им предоставляется пять рабочих дней для того, чтобы они нашли наличные деньги и перевели их в брокерскую фирму; фирме, в свою очередь, дается пять рабочих дней для того, чтобы перевести выручку от продажи ценных бумаг на счет клиента. **Маржинальный счет** — это счет, по которому клиент приобретает право на получение кредита от брокерской фирмы. Оставляя ценные бумаги у брокера в качестве финансового залога, клиент, открывший такой счет, получает возможность занимать у брокерской фирмы сумму, равную специально оговоренной доле суммы курсов приобретаемых ценных бумаг. Перед тем как открывать маржинальный счет, брокерская фирма проводит оценку кредитоспособности клиента. Кроме того, брокерская фирма устанавливает определенный процент по этим заемным средствам. (В последующих разделах данной главы мы подробнее остановимся на сделках с оплатой в кредит.)

Свободный, или дискреционный, счет — *это счет, дающий брокеру право действовать по собственному усмотрению при продаже или покупке ценных бумаг от имени клиента.*

Свободный, или дискреционный, счет. Иногда клиент открывает у брокера так называемый **свободный счет**. Этот счет дает *брокеру* право действовать по своему усмотрению в сделках купли-продажи ценных бумаг от имени и для своего клиента. Фондовые биржи обычно выступают против подобной практики и разрешают их только в тех случаях, когда за движением средств по такому счету следит менеджер брокерской фирмы. Одна из разновидностей свободных счетов связана с ограничением, согласно которому брокер может продавать или покупать строго определенное число бумаг конкретного вида (по указанию клиента) в те моменты и по тем курсам, которые представляются брокеру наиболее выгодными с точки зрения интересов клиента. Решение о предоставлении брокеру права действовать по своему усмотрению зависит от того, насколько клиент ему доверяет, а также от того, сколько своего времени клиент может посвятить сделкам. Такие счета чаще открывают богатые клиенты, чем клиенты со скромными средствами.

Счет-пакет — *это счет, по условиям которого клиенты, владеющие крупными портфелями ценных бумаг, платят брокерской фирме годовое вознаграждение, покрывающее стоимость услуг финансового менеджера и комиссионные брокерской фирме.*

Счет-пакет. **Счет-пакет** — это сравнительно новый вид счета, который брокеры обычно открывают клиентам, имеющим портфели ценных бумаг на сумму 100 тыс. долл. и более. Такие счета дают состоятельным инвесторам возможность с удобством для себя перекладывать бремя выбора ценных бумаг для портфеля на профессионального финансового менеджера, который может работать в брокерской фирме, а может и приглашаться со стороны. За ежегодное вознаграждение по ставке в 2—3% общей стоимости активов, составляющих портфель клиента, брокерская фирма помогает инвестору найти профессионального управляющего портфелем, оплачивает его услуги по подбору ценных бумаг, исполняет его решения и ведет расчеты по заключенным сделкам. Разумеется, менеджеру с самого начала сообщается, какие цели ставит перед собой инвестор. Счета-пакеты привлекательны не только своим удобством. Поскольку ежегодное вознаграждение в большинстве случаев покрывает комиссионные по *всем* сделкам, маловероятно, что брокер станет злоупотреблять своими правами и заключать слишком много сделок ради комиссионных. Наконец, брокер, кроме всего прочего, наблюдает за

действиями портфельного менеджера и дает инвестору подробные отчеты, обычно каждый квартал.

Сделки с полными и неполными лотами

Сделки с ценными бумагами ведутся в полных либо неполных лотах. В *неполном лоте* меньше ста ценных бумаг, а в *полном* — сто или число, кратное ста. Если вы купите, скажем, 25 акций какого-то выпуска, у вас будет неполный лот, если 200, то полный, а если 225 — то сочетание неполного и двух полных. Так как для покупки или продажи неполного лота требуются дополнительные процедуры и услуги биржевого "специалиста", эти операции связаны с дополнительным вознаграждением, так называемой *надбавкой за неполный лот*, которую прибавляют к обычным комиссионным. Поэтому мелкие сделки обходятся дороже. Сделками с неполными лотами чаще других занимаются мелкие инвесторы на первых стадиях реализации своих инвестиционных программ.

Основные виды приказов брокерам

Для проведения операций с ценными бумагами брокером используются разного рода приказы. Выбор приказа зависит от того, какие цели ставит перед собой инвестор и чего он ожидает от данной сделки. Есть три основных вида приказов: рыночный, лимитный приказы и "стоп"-приказ.

Рыночный приказ

Рыночный приказ — *это приказ покупать или продавать по наиболее выгодному курсу на момент распоряжения клиента о сделке.*

Приказ клиента покупать или продавать по самому выгодному курсу на момент распоряжения называется **рыночным приказом**. Как правило, именно данный вид приказа позволяет клиенту быстрее всего провести операции, так как рыночные приказы исполняются сразу после поступления в операционный зал биржи или доходят до "маркет-мейкера". Процесс заключения сделок с такими приказами был описан выше. Благодаря большой скорости исполнения таких приказов покупатели и продавцы ценных бумаг могут быть уверены в том, что курсы в их сделках очень близки к рыночному курсу, преобладавшему на момент поступления приказа.

Лимитный приказ

Лимитный приказ — *это приказ, в котором установлен максимальный курс покупки или минимальный курс продажи.*

"Горящий", или срочный, приказ — *это приказ, который должен быть немедленно исполнен или, в случае отсутствия такой возможности, аннулирован.*

Приказ покупать по курсу, достигшему установленного уровня или дешевле, либо продавать по курсу, достигшему установленного уровня или перешагнувшему через него, называется **лимитным приказом**. Когда такой приказ получен брокером, он передает его "специалисту", работающему в операционном зале биржи с данной ценной бумагой. "Специалист" делает заметку в своем блокноте, записывая число акций и курс, установленный в лимитном приказе. Приказ выполняется, как только на рынке устанавливается оговоренный в нем курс (или более выгодный, чем оговоренный) и после того, как другие приказы удовлетворены по принципу старшинства (аналогичные, но полученные раньше; приказы о покупке по более высокому курсу; о продаже по более низкому). Такой приказ может быть передан с разными оговорками, как, например: 1) "**горящий**", или приказ "исполнить или аннулировать" (*fill-or-kill*), т.е. подлежащий немедленному исполнению

Однодневный приказ — *это приказ, действующий в течение одного операционного дня и автоматически аннулируемый в конце дня в случае неисполнения.*

Приказ "до отмены" — *это приказ, который остается в силе продолжительное время, если только он не будет отменен или дан заново.*

(в противном случае он снимается); 2) **однодневный**, т.е. автоматически отменяемый в конце дня при неисполнении; 3) приказ **"до отмены"** *(good-'til-cancelled, GTC)*, который обычно остается в силе в течение шести месяцев, если за это время он не будет исполнен, отменен или изменен.

Предположим, что вы отдали лимитный приказ на покупку 100 акций по курсу 30 долл., которые в данный момент продаются по $30^1/_2$ (так на профессиональном жаргоне фондового рынка называется сумма в 30,50 долл.). Как только "специалист" выполнил все аналогичные заказы, полученные ранее, а курс упал до 30 долл. или еще ниже, ваш приказ исполняется. Конечно, не исключено, что срок вашего приказа (если это не был приказ "до отмены") может истечь раньше, чем курс ценной бумаги станет ниже 30 долл. Хотя лимитный приказ часто весьма удобен, он тем не менее может сорвать намеченную сделку. Допустим, вы хотите купить по курсу в 30 долл. или дешевле, а текущий курс — 30,50 долл. и, пока вы ждете, рыночный курс поднимется с 30,50 до 42 долл. Следовательно, вы теряете шанс заработать по 11,50 долл. на каждой акции (42 долл. – 30,50 долл.). Если бы вы дали рыночный приказ покупать по лучшей из возможных цен (30,50 долл.), прибыль в 11,50 долл. была бы вашей. Лимитные приказы о продаже акций невыгодны также в тех случаях, когда курсы ценных бумаг близки, но не доходят до вашей отметки о минимальном курсе продажи, а затем резко падают. В общем, лимитные приказы эффективнее всего в тех случаях, когда ясно, что курсы ценных бумаг подвержены сильным колебаниям, так как в этих случаях больше шансов на исполнение таких приказов.

"Стоп"-приказ

Пороговый приказ, или "стоп"-приказ, — *это приказ продавать в случае падения курса до определенного уровня или ниже отметки "стоп".*

Приказ продавать ценные бумаги в тот момент, когда их рыночный курс достигает определенного уровня или падает ниже него, называется приказом **"прекратить убытки"** *(stop-loss)* или просто **"стоп"**. Исполнение этого приказа *откладывается* до того момента, когда курс достигает определенного уровня (если он его достигает вообще). "Стоп"-приказ вносится в блокнот "специалиста" и принимается к исполнению с того момента, когда на рынке складывается курс "стоп". Когда он принимается к исполнению, то становится *рыночным приказом* о продаже ценной бумаги по наиболее выгодному текущему курсу. Поэтому не исключено, что фактический курс сделки окажется намного ниже того курса, который заранее был обозначен как отметка "стоп". Такие приказы применяются для того, чтобы защитить инвестора от потерь в случаях резкого падения курсов ценных бумаг. Например, у вас есть 100 акций компании "Баллард индастриз", которые в настоящее время продаются по 35 долл. за штуку. Если вы считаете, что курс этих акций в любой момент может резко пойти вниз, вы даете "стоп"-приказ о продаже при курсе в 30 долл. Если курс действительно падает до 30 долл., "специалист" продаст ваши акции по наиболее выгодному на данный момент курсу. Но если рыночный курс к тому моменту, когда "специалист" приступит к выполнению этой заявки, падает до 28 долл., то вы получите меньше 30 долл. за каждую ценную бумагу этого вида. Конечно, если рыночный курс установится выше 30 долл., вы ничего не потеряете на вашем приказе, так как он не будет принят к исполнению. Инвесторы нередко поднимают отметку "стоп" по мере повышения курса ценной бумаги: это помогает получить более высокие прибыли в период роста курса.

"Стоп"-приказы могут отдаваться и на *покупку* ценных бумаг, правда, это делается реже, чем на продажу. Например, инвестор дает "стоп"-приказ на покупку 100 акций компании "Эм-джей энтерпрайзиз", которые в данный момент котируются по 70 долл. за штуку, в случае если курс поднимется, скажем, до 75 долл. (это и будет отметка "стоп"). Такие приказы обычно отдаются с целью ограничить потери на операциях по продаже ценных бумаг "без покрытия" (о них речь пойдет позже) и не упустить покупку в том случае, когда ожидается повышение курса.

Для того чтобы избежать риска, если рыночная конъюнктура изменяется не в вашу пользу в тот самый момент, когда ваш "стоп"-приказ превращается в рыночный, вы можете дать не просто "стоп"-приказ, а комбинированный *"стоп-лимит"*. Это приказ на покупку или продажу акции по заданному курсу, как только оговоренный курс "стоп" установился*. В приведенном выше примере с акцией "Баллард индастриз", если бы был дан приказ "стоп-лимит", то в момент снижения курса акции "Баллард" до 30 долл. брокер принял бы к исполнению ту часть распоряжения, которая относится к лимитному приказу на продажу 100 акций по 30 долл. за штуку или *дороже*. Таким образом, вы избежали бы риска получить меньше 30 долл. за акцию, *если бы курс этой акции продолжал снижаться*. Как при всяком лимитном приказе, брокер потерял бы возможность продавать ценные бумаги и закончил бы продажи, когда курс стал ниже 30 долл. Несмотря на то что "стоп"-приказ на продажу (по 30 долл.) был отдан клиентом, благодаря лимитному характеру комбинированного приказа акции *не были бы* проданы, так как их курс продолжал снижаться.

Трансакционные издержки, или затраты на проведение операций

Заключение инвестиционных сделок обычно связано с некоторыми расходами, или так называемыми трансакционными издержками. Они обычно возникают и при покупке, и при продаже ценных бумаг. Инвестор должен нести издержки, оплачивая услуги брокера, исполняющего его распоряжения. Инвестору, желающему продать или купить тот или иной финансовый инструмент, трудно, а подчас и просто невозможно самому найти покупателя или продавца. Поэтому вместо того, чтобы брать на себя ведение прямых переговоров о купле-продаже, инвесторы пользуются посредническими услугами брокеров или дилеров. Принимая решение о вложении денег, следует брать в расчет структуру и величину таких расходов, так как они будут влиять на прибыль.

Фиксированные комиссионные — *это твердые ставки вознаграждения брокеру, применяемые при заключении некрупных сделок.*

Когда в 1975 г. были приняты поправки к законам о ценных бумагах, брокерам было разрешено взимать любые комиссионные по своему усмотрению. Большинство брокерских фирм разработало схемы **фиксированных ставок** по сделкам небольшого объема, а именно в этих случаях клиентами обычно бывают индивидуальные вкладчики. По крупным сделкам с инсти-

* В этом комбинированном варианте соединены преимущества каждого вида приказов: курс *"стоп" на продажу* и прекращение продажи или *лимит на продажу* при падении курса. "Стоп"-приказ на продажу установит курс, который обычно *ниже* текущего, и предпишет брокеру начать продажу при достижении этого фиксированного курса. Поэтому компонент "стоп" в комбинированном приказе внесет в него элемент страхования инвестора от падения курса в отличие от лимитного приказа на продажу, который установит не начальный, а минимальный курс для продажи. Однако при сохранении тенденции падения курса "стоп"-приказ требует продолжать продажу, а лимитный приказ ее прекратит. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 2.3 Комиссионные, запрашиваемые брокерами по сделкам с обыкновенными акциями

Объем сделки	Вознаграждение брокеру за операции с полными лотами	Надбавка
Менее 800 долл.	8,43 долл. + 2,7% объема сделки	
От 800 до 2500 долл.	16,85 долл. + 1,7% объема сделки	+3,15 цента за одну акцию
От 2500 до 5000 долл.	29,50 долл. + 1,3% объема сделки	+3,15 цента за одну акцию

Источник: Крупная брокерская фирма.

Договорные комиссионные — *это вознаграждение брокеру по договорным ставкам, применяемым к институциональным и другим крупным инвесторам.*

туциональными инвесторами обычно применяются **договорные ставки.** Таким образом, брокерские фирмы могут конкурировать не только по набору предлагаемых услуг, но и по расценкам на них. Договорными комиссионными могут также пользоваться индивидуальные инвесторы, имеющие крупные суммы на счетах — порядка 25 тыс. долл. или больше.

Базовая структура комиссионных зависит от вида ценных бумаг. (Базовые структуры комиссионных по отдельным видам ценных бумаг приведены в последующих главах при подробном описании каждой из этих бумаг.) В табл. 2.3 приводится пример базовой структуры комиссионных, которые берет за операции с *обыкновенными акциями* одна крупная брокерская фирма, предлагающая полный перечень услуг. В этой системе ставок не выделена специальная оговорка о надбавке за неполные лоты, но фиксированная составляющая ставок в расчете на одну акцию при неполных лотах несколько повышается. (Некоторые фирмы в дополнение к ставкам, показанным в таблице, предусматривают специальную *надбавку за неполный лот* в размере $12^1/_2$ цента за одну акцию.) Пользуясь этой системой ставок, подсчитаем комиссионные при покупке 80 акций компании *XYZ* по 30 долл. за штуку. Совокупный курс, или рыночная стоимость, акций будет равен 2400 долл. (80 акций по 30 долл.), а брокерские комиссионные соответственно:

16,85 долл. + (1,7% × 2400 долл.) + (0,035 долл. × 80 акций) =
= 16,85 долл. + 40,80 долл. + 2,52 долл. = 60,17 долл.

Вознаграждение за услуги брокера в 60,17 долл. составляет 2,5% рыночной стоимости акций, или объема сделки, равной 2400 долл. Существует негласное, но общепринятое правило, что брокерское вознаграждение за сделку с полным лотом обыкновенных акций колеблется от 1 до 3% объема сделки.

Дисконтный брокер за такую же сделку возьмет значительно меньше. Большинство дисконтных брокеров устанавливают минимальный порог вознаграждения, чтобы не иметь дела с мелкими инвесторами. Например, самая крупная в США дисконтная брокерская фирма "Чарльз Шваб энд компани" за любые сделки берет минимальную сумму в 39 долл. В зависимости от объемов и вида сделки дисконтные брокеры обычно обходятся инвесторам на 30—80% дешевле, чем брокеры, предлагающие полный набор

услуг. Экономия на использовании услуг дисконтных брокеров существенна, но инвестор должен соизмерять высокие комиссионные брокерам, предлагающим полный набор услуг, с ценностью их рекомендаций, так как разница между ними и дисконтными брокерами состоит именно в этом.

ОСНОВНЫЕ ВИДЫ СДЕЛОК

Инвестор может совершать несколько видов сделок с ценными бумагами. По каждому виду существует ряд требований, установленных как правительственными органами, так и брокерскими фирмами. Можно по-разному использовать те или иные виды сделок для достижения ваших инвестиционных целей, и здесь мы приводим только общепринятые способы. К наиболее распространенным видам относятся: покупка с расчетом на повышение курсов, или "длинная" покупка, покупка с частичной оплатой в кредит и продажа "без покрытия", или продажа бумаг, взятых взаймы.

"Длинная" покупка

"Длинная" покупка — *это сделка, при которой инвестор покупает ценные бумаги в надежде на рост курса и извлечение курсовых доходов.*

"Длинной" покупкой называется самый обычный вид сделок, когда инвестор покупает ценные бумаги в надежде на то, что их курс будет расти и позднее их можно будет выгодно продать. Следовательно, ее цель — купить дешевле и продать дороже. При "длинных" покупках можно пользоваться любым из описанных выше приказов. Поскольку инвесторы обычно рассчитывают на то, что, пока они будут владеть какой-либо ценной бумагой, ее курс будет повышаться, их инвестиционный доход будет состоять из дивидендов или процентов за время владения этими бумагами и разницы между курсом покупки и продажи (курсовой доход, или доход от прироста капитала). Естественно, из инвестиционного дохода следует вычесть комиссионные брокеру за покупку или продажу ценных бумаг.

Если пренебречь дивидендами (или процентами в случае долговых ценных бумаг) и брокерским вознаграждением, то можно показать механизм "длинной" покупки на следующем простом примере. Фэй Джонсон, присмотревшись к работе компании "Варнер мэньюфекчуринг", поняла, что ее обыкновенные акции, которые в настоящий момент продаются по 20 долл., в ближайшие несколько лет будут дорожать. На основе своих наблюдений Фэй предположила, что через два года курс этих акций поднимется до 30 долл. Она отдает лимитный приказ и покупает полный лот (100 акций) компании "Варнер" по 20 долл. за штуку. Если курс поднимется, допустим, до 40 долл., то Фэй выиграет на "длинной" покупке; если курс упадет ниже 20 долл., она понесет убытки. Очевидно, одним из главных стимулов для совершения "длинной" покупки является ожидание роста курса определенной ценной бумаги. Конечно, ожидаемые дивиденды или проценты — тоже важный момент, но об этом мы будем говорить подробнее в гл. 5.

Фондовые покупки в кредит

На современном фондовом рынке большинство сделок с ценными бумагами заключается не обязательно с полной оплатой наличными. Напротив, часто инвесторы используют заемные средства. Такой вид сделок называется **фондовыми покупками в кредит** *(margin trading)*, и ими пользуются с

Фондовая покупка в кредит — *это операция приобретения инвестором ценных бумаг с привлечением заемных средств, предоставленных фондовым брокером, для увеличения доходности инвестиций.*

единственной целью: увеличить норму прибыли. Это возможно благодаря тому, что, пользуясь заемными средствами, инвестор вкладывает меньше собственного капитала. Характерный элемент этого вида сделки — установление доли *собственного капитала, или маржи (margin)**, вложенного инвестором, т.е. определение суммы денег, которую он *не может* заимствовать. Например, если инвестор использует маржу, или норму, в 75%, это означает, что он финансирует 75% своего вложения за счет собственного капитала, а остаток (25%) — за счет заемных средств. Федеральная резервная система (ФРС), которая управляет американской банковской системой, устанавливает, какая доля курса ценной бумаги должна оплачиваться за счет собственных средств инвестора. Увеличивая или снижая эту долю (маржу), ФРС может стимулировать или подавлять активность фондового рынка. Покупка в кредит должна получить одобрение брокера, ведь в этом случае брокерская фирма кредитует инвестора на недостающую сумму и держит купленные ценные бумаги в качестве залога. Некоторые брокерские фирмы устанавливают внутренние пороговые значения этой доли более жесткие, чем требования ФРС. Определенное время показатель ФРС составлял 50%. Следует помнить, что те, кто покупает ценные бумаги в кредит, должны платить процент на заемные средства по определенной ставке. Эта ставка обычно на 1—3% выше ставки **"прайм-рейт"** — самой низкой ставки, установленной для наиболее надежных заемщиков, или равна ставке "прайм-рейт" по крупным счетам.

"Прайм-рейт" — *это самая низкая процентная ставка, устанавливаемая для наиболее надежных заемщиков.*

Основные принципы фондовой покупки в кредит можно показать на простом примере. Джеффри Лоуренс хочет купить 70 обыкновенных акций компании "Юниверсал файбер", которые в данный момент продаются по 63,50 долл. за штуку. Поскольку требуемая доля собственного капитала составляет 50%, Джеффри надо покрыть наличными только половину суммы сделки в 4445 долл. (63,50 долл. за 1 акцию × 70 акций), т.е. 2222,50 долл. Остальные 2222,50 долл. ему даст взаймы его брокерская фирма. Конечно, Джеффри придется уплатить по этим 2222,50 долл. соответствующие проценты, а также комиссионные брокеру. Следует учесть, что, используя покупки в кредит, инвестор может купить больше ценных бумаг, чем он купил бы только за собственные наличные, и таким образом получить больше прибыли.

Принципы покупки ценных бумаг в кредит

Большинство ценных бумаг можно покупать в кредит; этой формой сделки обычно пользуются для покупки обыкновенных и привилегированных акций, большинства видов облигаций, ордеров, или варрантов, товарных и финансовых фьючерсов и ценных бумаг взаимных фондов. Примени-

---

* Термин "маржа" *(margin)* широко представлен в американском финансовом языке, но далеко не всегда в одном и том же значении. Им могут обозначать, например, абсолютную сумму валовой прибыли *(gross margin)*, что по смыслу близко, но не идентично понятию балансовой прибыли у нас, и одновременно норму прибыли, например при расчетах рентабельности реализации *(profit margin)*. В банковском деле он показывает разницу между процентными доходами от активов и процентами по привлеченным фондам. Наконец, в управленческом бухучете он применяется для обозначения "вклада в формирование прибыли" *(contribution margin)*, который составляет разность между ценой единицы продукции и переменными издержками на единицу. В фондовых операциях термин *margin* показывает долю собственного капитала инвестора, которая определяется в процентном исчислении. (*Прим. науч. ред.*)

тельно к муниципальным облигациям, процентные доходы по которым не облагаются налогом, эти сделки совершаются весьма редко, так как процент, выплачиваемый по полученному у брокерской фирмы кредиту, нельзя вычитать из облагаемой налогом суммы прибыли. (Для справки: согласно Закону о налоговой реформе от 1986 г. с 1990 г. физические лица могут вычитать из своего дохода сумму процентов по кредиту на 1000 долл. больше, чем сумма полученного ими дохода на инвестиции.) Для простоты изложения принципов сделок с ценными бумагами в кредит условно установим, что их объектом являются только обыкновенные акции, и предположим, что процесс выбора акций уже закончен (иначе говоря, проведена та аналитическая оценка ценных бумаг, о которой мы подробнее расскажем в гл. 7 и 8). В принципе мы исходим из того, что инвестор нашел ценную бумагу, стоимость которой в ближайшем будущем начнет возрастать, и его прежде всего интересует, следует ли для покупки этой бумаги обращаться к сделке в кредит. Обычно покупки в кредит довольно существенно увеличивают нормы прибыли, однако следует учитывать, что с ними связан и немалый риск. В частности, риск состоит в том, что данный выпуск акций не даст ожидаемых результатов. Если так и случится, делу не помогут никакие объемы покупок в кредит. Потому что сделки в кредит могут только *увеличивать* нормы прибыли, но они *не создают* прибыли для инвестора. Поскольку конечным источником инвестиционных операций всегда является сама ценная бумага, которая была объектом покупок в кредит, постольку *в этих операциях выбор ценной бумаги имеет решающее значение.*

Возросшие прибыли и убытки. Смысл фондовых покупок в кредит состоит в том, что поскольку базой сделки служит собственный капитал инвестора, то для увеличения прибыли можно использовать долг в качестве финансового рычага. Вот как работает этот прием. Допустим, у вас есть 5000 долл. и вы хотите вложить их в покупку 100 акций (по 50 долл. за штуку), так как чувствуете, что курс акций данного выпуска будет расти. Если вы не получите у брокера кредит, то сможете купить их сразу и они обойдутся вам в 5000 долл. (брокерскими комиссионными можем пренебречь). Если же вы получите возможность купить через брокера в кредит при требовании оплатить вашими деньгами 50%, то вы купите акции на те же 5000 долл., заплатив только 2500 долл. своих денег. У вас останется еще 2500 долл. для вложения в другие бумаги либо еще в 100 акций того же выпуска. Таким образом, благодаря покупке в кредит вы получите более высокий доход от повышения курса акций этого выпуска.

Более подробная иллюстрация этого вида сделок дана в табл. 2.4. В ней приведена традиционная покупка (100% за счет капитала инвестора) наряду с покупкой в кредит при разных вариантах нормы, или маржи. Напомним, что такая норма (например, 65%) показывает долю собственного капитала, вкладываемого инвестором, иначе говоря, ту сумму капитала, которую инвестор обязан вложить. Когда совершается традиционная покупка, а курс акций увеличивается на 30 долл. за штуку, инвестор получает солидную норму доходности инвестиций в 60%. Но если будет использована покупка в кредит, то норма доходности инвестиций может в зависимости от размера собственного капитала инвестора подняться до 120%. Дело в том, что прирост курсовой стоимости акции один и тот же (3000 долл.) независимо от

ТАБЛИЦА 2.4 Влияние операций с первоначальным взносом на доходность ценных бумаг

	Операции без первоначального взноса (100% капитала клиента)	Операции с первоначальным взносом		
		80%	65%	50%
Количество акций, купленных по 50 долл., шт.	100	100	100	100
Инвестиции, долл.	5000	5000	5000	5000
Минус ссуда, долл.	0	1000	1750	2500
Собственный капитал клиента, долл.	5000	4000	3250	2500
А. Позиция инвестора при повышении курса с 30 до 80 долл. за акцию				
Стоимость акций, долл.	8000	8000	8000	8000
Минус инвестиции, долл.	5000	5000	5000	5000
Прирост капитала, долл.	3000	3000	3000	3000
Доходность собственного капитала клиента (прирост капитала/собственный капитал клиента), %	60	75	92,3	120
Б. Позиция инвестора при падении курса с 30 до 20 долл. за акцию				
Стоимость акций, долл.	2000	2000	2000	2000
Минус инвестиции, долл.	5000	5000	5000	5000
Убыток на разнице курсов, долл.	3000	3000	3000	3000
Доходность собственного капитала клиента (убыток/собственный капитал клиента)*, %	60	75	92,3	120

* В случае убытка на разнице курсов доходность собственного капитала клиента — отрицательная величина.

того, как финансируется сделка. Ясно, что, чем *ниже* доля собственного капитала в этих операциях, тем *выше* будет соответственно норма доходности инвестиций.

Таблица 2.4 позволяет увидеть три главные особенности покупок ценных бумаг в кредит: 1) курс акции будет меняться в ту или иную сторону независимо от источника финансирования сделки; 2) чем ниже доля собственного капитала инвестора в сделке, тем выше будет норма доходности инвестора в случае роста курса ценной бумаги; 3) риск потери тоже увеличивается (в той же пропорции) в случае падения курса ценной бумаги.

Преимущества и недостатки. Как уже говорилось, главное преимущество фондовых покупок в кредит — это увеличение нормы доходности инвестиций. Таблица 2.5 показывает, насколько важным может быть это преимущество. Из данных таблицы видно, что прирост доходов инвестора зависит как от колебаний курса ценной бумаги, так и от величины доли собственного капитала. Например, при доле в 90% прирост курса ценной бумаги на 50%

ТАБЛИЦА 2.5 Потенциальная доходность собственного капитала инвестора при сделках с первоначальным взносом

Изменение курса ценной бумаги (в %)	Изменение доходности капитала клиента при первоначальном взносе в размере				
	90%	75%	50%	25%	10%
20	22,2	26,6	40	80	200
50	55,5	66,7	100	200	500
75	83,3	100,0	150	300	750
100	111,1	133,3	200	400	1,000
200	222,2	266,6	400	800	2,000

даст инвестору доходность инвестиций в 55,6%; при 50%-й доле собственного капитала прирост курса на 50% даст норму доходности, равную 100%. Другое, менее заметное преимущество покупок ценных бумаг в кредит состоит в росте возможностей диверсификации вложений, так как инвестор может распределить свой капитал между более представительным рядом финансовых инструментов.

Главный недостаток таких сделок заключается в том, что ценная бумага, на покупку которой получен кредит, может повести себя не так, как хотелось бы инвестору, и вместо более высокой прибыли принести растущие убытки. Второй недостаток — расходы на обслуживание полученного займа. **Брокерская ссуда** — это официальный инструмент, при помощи которого получают недостающие для фондовых покупок в кредит средства; эти ссуды используются во всех видах сделок с ценными бумагами в кредит, кроме продаж "без покрытия", а также товарных и финансовых фьючерсов. Все брокерские ссуды выдаются под объявленную ставку процента, которая зависит от уровня процентных ставок на денежном рынке и от размеров предоставляемой ссуды. Эти проценты представляют собой издержки инвестора, и они будут расти день ото дня, снижая уровень прибылей (или соответственно увеличивая убытки).

Брокерская ссуда — *это средство получения недостающих денежных сумм для приобретения ценных бумаг в кредит под установленные проценты.*

Заключение сделки покупки в кредит

Для того чтобы осуществить фондовую покупку в кредит, необходимо открыть *счет покупок в кредит (margin account)*. Это особый вид счета, открываемый в конторе брокера для заключения сделок с частичной оплатой заемными средствами независимо от вида ценных бумаг. При открытии инвестор вносит на него минимум 2000 долл. либо наличными, либо передавая брокеру ценные бумаги на эту сумму. Фондовые покупки в кредит совершаются так же, как и все остальные сделки; клиент может использовать любую форму приказа, выплачивать обычные комиссионные и налоги. Естественно, когда сделка этого вида заключена, по предоставленной ссуде начинается начисление процентов, а брокер хранит у себя все ценные бумаги, купленные в кредит, в качестве залога. Кредит для подобных сделок можно получить и у брокера, и в банке; правда, по сооб-

ТАБЛИЦА 2.6 **Обязательный первоначальный взнос (маржа) для разных видов ценных бумаг (на май 1989 г.)**

Ценная бумага	Минимальный обязательный взнос собственного капитала клиента
Обыкновенные и привилегированные акции, котирующиеся на биржах	50%
Акции внебиржевого оборота, котируемые Национальной рыночной системой (*NASDAQ/NMS*)	50%
Конвертируемые облигации	50%
Корпоративные облигации	30%
Векселя, среднесрочные и долгосрочные облигации Казначейства США	8% основной суммы долга
Прочие ценные бумаги правительства США	10% основной суммы долга
Ценные бумаги с гарантией правительства США	15% основной суммы долга

ражениям удобства почти все фондовые покупки в кредит идут через брокеров*.

Требования к собственному капиталу инвестора

Требования к показателю доли собственного капитала инвестора установлены Федеральной резервной системой, которая определяет обязательный для всех инвесторов минимум собственного капитала клиента в покупках ценных бумаг в кредит. Это, конечно, не означает, что инвесторы должны заключать все свои сделки именно с такой долей собственного капитала, они могут вложить и больше собственных средств. Например, если по акциям требуется минимальная доля в 50%, инвестор может покупать их, оплачивая 75% собственными деньгами. Кроме того, брокерские фирмы и крупные фондовые биржи нередко вводят свои требования — более жесткие, чем официально установленные Федеральной резервной системой. Это делается для того, чтобы отсечь наиболее рискованные сделки и защитить себя от возможных неплатежей инвесторов. Существует два основных вида требований к размеру собственных средств: первоначальный взнос и поддерживаемый взнос.

Первоначальный взнос, или маржа, — *это минимальная сумма собственного капитала, которую должен обеспечить инвестор в момент покупки ценных бумаг в кредит.*

Первоначальный взнос, или маржа. Норма первоначального взноса используется для того, чтобы предотвратить необоснованные сделки и слишком активную спекуляцию. Поэтому устанавливается минимальная сумма денег или собственного капитала, которую инвестор должен обеспечить в *момент покупки* ценных бумаг в кредит. Когда речь идет о фондовых покупках в кредит, чаще всего инвесторы имеют в виду именно этот вид требования. Для каждой ценной бумаги, которая потенциально может быть куплена в кредит, это требование специфично; правда, с течением времени власти

* Банкам запрещено выдавать ссуды под эти операции, превышающие суммы, которые могут быть выданы брокером. (*Прим. науч. ред.*)

могут эти требования изменять. Как показывают данные табл. 2.6, уровень требований первоначальной маржи различается по видам ценных бумаг. Чем надежнее финансовый инструмент (например, казначейские векселя), тем обычно ниже обязательный первоначальный взнос, а следовательно, у инвестора больше возможностей для увеличения прибыли. Из табл. 2.6 видно, что акции, которые обращаются на внебиржевом рынке и включены в Национальную рыночную систему *(NASDAQ/NMS)*, должны продаваться при таких же требованиях первоначального взноса, как и акции, зарегистрированные на бирже; это относится примерно к 2900 выпускам акций внебиржевого оборота, включая акции большинства важнейших эмитентов, представленных на внебиржевом рынке (банков, страховых компаний, промышленных фирм, компаний розничной торговли и прочих). Все остальные акции внебиржевого оборота считаются *не имеющими* залоговой стоимости и потому *не могут* быть объектами покупок в кредит.

Ограниченный счет — *это счет покупок в кредит, на котором собственный капитал клиента меньше требуемого первоначального взноса, а на отток средств сохраняются ограничения до тех пор, пока уровень первоначальной маржи не будет восстановлен.*

В то же время требование первоначальной маржи является проверкой текущего состояния счета покупок в кредит. Пока собственные средства или залог на счете клиента остаются на уровне выше требуемого в соответствии с нормой первоначального взноса, инвестор может пользоваться счетом по своему усмотрению. Если рыночная стоимость ценных бумаг, которые куплены в кредит клиентом, снизится, то упадет и показатель доли собственного капитала* на его счете, который попадет в категорию **ограниченных счетов**. Ограниченным называется счет, на котором доля собственного капитала клиента ниже установленного требованиями к размеру первоначального взноса. Например, если уровень первоначальной маржи (взноса) установлен в 50%, то счет станет ограниченным, когда доля собственного капитала упадет до 49% или еще ниже. Это не означает, что инвестор обязан вносить на ограниченный счет дополнительные суммы наличными или в виде ценных бумаг. Но одно из важных ограничительных условий, накладываемых на пользование таким счетом, состоит в том, что, если инвестор решит продать ценные бумаги в то время, пока действует ограничение, он не может снимать с этого счета больше определенной суммы, пока необходимый уровень первоначального взноса не будет восстановлен.

Поддерживаемый взнос — *это минимальный уровень собственного капитала, который клиент должен всегда поддерживать на счете покупок в кредит.*

Поддерживаемый взнос. **Поддерживаемый взнос**, или маржа *(maintenance margin)*, применяется для защиты кредитора — брокерских компаний и банков, ссужающих деньги инвесторам, — в операциях покупки ценных бумаг в кредит. Он обозначает *минимальную* сумму собственного капитала, которую клиенты должны сохранять на своих счетах покупок в кредит *постоянно*. Это тот абсолютный минимум собственного капитала на счете клиента, для достижения которого брокер получает полномочия продать достаточное количество ценных бумаг клиента и восстановить структуру счета в соответствии со стандартом. Когда сумма собственного капитала становится недостаточной, брокер передает инвестору *требование дополнительного обеспечения*, означающее, что следует принять меры для изменения ситуации.

* Доля собственного капитала клиента на счете рассчитывается как отношение *разности* рыночной стоимости ценных бумаг и ссуды брокера к рыночной стоимости ценных бумаг. Следовательно, при падении курсов ценных бумаг, которые куплены в кредит, снижается величина собственного капитала инвестора. Покупая 1000 акций, скажем, по 10 долл. при первоначальном взносе 6000 долл., инвестор возьмет брокерскую ссуду в 4000 долл. Если курс этих акций вскоре упадет до 7 долл., то доля собственного капитала инвестора составит 43% [(7000—4000)/7000], а не 60%. (*Прим. науч. ред.*)

Необеспеченный счет — *это состояние счета покупок в кредит, при котором уровень капитала клиента ниже уровня требований поддерживаемого взноса.*

Требование дополнительного обеспечения — *это уведомление клиента брокером о необходимости сбалансирования необеспеченного счета в соответствии с нормой поддерживаемого взноса путем внесения добавочного капитала или принудительной продажи части ценных бумаг со счета покупок в кредит.*

Дебетовый остаток — *это сумма заемных средств, полученных при покупке ценных бумаг в кредит от брокера.*

Таким путем брокеры избегают необходимости покрывать слишком большие потери своих клиентов, а клиенты избегают разрыва отношений с брокерской фирмой и изгнания с рынка. В настоящее время поддерживаемый взнос по сделкам с акциями установлен в 25% и почти не изменяется, хотя брокерские компании нередко слегка завышают его в целях защиты как своих брокеров, так и клиентов. Для долговых ценных бумаг (кроме конвертируемых), как, например, государственные облигации, официальной нормы поддерживаемого взноса не существует, а есть только норма, устанавливаемая самими брокерскими компаниями.

Как мы уже говорили в предыдущем параграфе, счет покупок в кредит становится *ограниченным*, как только капитал инвестора окажется ниже требования первоначального взноса; эти ограничения сохраняются до тех пор, пока капитал не упадет ниже уровня требований поддерживаемого взноса. В момент, когда это происходит, счет инвестора превращается в **необеспеченный счет**, и перед инвестором будет только один выход: довести уровень собственного капитала на счете до нормы поддерживаемого взноса или даже выше, как того требует брокерская фирма (в любом случае для этого могут потребоваться значительные суммы денег). Когда счет попадает в категорию необеспеченных, инвестор получает так называемое **требование дополнительного обеспечения**. Оно предоставляет инвестору короткий срок (обычно 72 ч) для того, чтобы он нашел способ довести свой капитал на счете до обязательного уровня. Если это не будет сделано, брокеру не останется ничего другого, как продать определенное количество купленных клиентом в кредит ценных бумаг, чтобы собственный капитал был восстановлен до уровня поддерживаемого взноса.

Основы расчетов маржи

Размер маржи, или доли собственного капитала инвестора, необходимой как для совершения сделки, так и для ведения счета клиента, всегда рассчитывается как относительная величина собственного капитала, который рассматривается как предоставленный инвестором залог. Для всех видов "длинных" покупок можно предложить простую формулу, пользуясь которой легко подсчитать размер маржи, необходимой для сделки или ведения счета. (Как мы увидим дальше, для расчета маржи при покупках "без покрытия" применяется другая формула.) В принципе для этого нужны всего два вида данных: 1) рыночная стоимость ценных бумаг, покупаемых в кредит; 2) сумма денег, которая берется в долг, или размер брокерской ссуды, — так называемый **дебетовый остаток**. Имея эти данные, мы можем подсчитать маржу, или долю собственного капитала, по следующей формуле:

$$\text{Маржа (\%)} = \frac{\text{Стоимость ценных бумаг} - \text{Дебетовый остаток}}{\text{Стоимость ценных бумаг}} = \frac{V - D}{V}.$$

Покажем применение этой формулы на примере. Предположим, инвестор хочет купить 100 акций по 40 долл. за штуку с *первоначальным* взносом, или маржей, в 70%. Сначала определим, как будет финансироваться эта сделка стоимостью в 4000 долл. Мы знаем, что на 70% (объявленную величину требуемой первоначальной маржи) она должна финансироваться за счет ка-

питала инвестора, а остаток (30%) может финансироваться брокерской ссудой. Следовательно, инвестор возьмет взаймы 1200 долл. (4000 долл. x 30% = = 1200 долл.), это и будет дебетовый остаток. Остальные 2800 долл. будут капиталом инвестора, вложенным в сделку; он измеряется как разность между рыночной стоимостью бумаг, купленных в кредит (4000 долл.), и суммой, взятой в долг (1200 долл.). Иными словами, ***собственный капитал*** клиента — в числителе формулы. Если в какой-то момент курс данных акций поднимется до 65 долл., маржа будет равна:

$$\text{Маржа (\%)} = \frac{V-D}{V} = \frac{6500\ \text{долл.} - 1200\ \text{долл.}}{6500\ \text{долл.}} = \underline{\underline{81{,}5\%}}.$$

Заметим, что если стоимость ценных бумаг в уравнении изменяется согласно движению их курса (V = 65 долл. x 100 = 6500 долл.), то размер дебетового остатка остается постоянным, и он не изменится, *если* инвестор не погасит кредит или не возьмет еще дополнительно брокерские ссуды. Заметим также, что маржа, или доля собственного капитала, в этой инвестиционной позиции теперь поднялась до 81,5%. Так происходит потому, что с повышением курса акций увеличивается и маржа инвестора. Когда курс акций идет вниз, уменьшается и маржа. Если, допустим, курс акций в нашем примере упадет до 30 долл., то новый показатель маржи будет равен только 60%, и, следовательно, нам придется иметь дело с ограниченным счетом, так как доля собственного капитала упадет ниже установленного уровня первоначального взноса. Наконец, подчеркнем, что хотя мы в этом примере говорили о единичной сделке, та же самая формула маржи применяется и к ***счетам покупок в кредит.*** Разница только в том, что в этом случае будут рассматриваться суммы, относящиеся ко всему счету. Чтобы рассчитать фактически сложившуюся маржу по счету, мы просто определяем стоимость *всех* ценных бумаг, проходящих по нему, и *общую* сумму брокерских ссуд и подставляем эти цифры в формулу маржи.

Доходность инвестиций

Большинство инвесторов используют фондовые покупки в кредит для инвестирования на короткое время: эти сделки обычно заключаются на несколько месяцев и очень редко на срок больше года. Именно из-за того, что ценные бумаги покупаются на короткий срок, доходность инвестиций измеряется в расчете на этот срок (подробнее см. в гл. 5). Но когда речь идет о сделках в кредит, следует иметь в виду, что инвестор оплачивает только часть стоимости ценных бумаг, а остальное покрывает заемными средствами. Поэтому, измеряя доходность этих операций, мы берем в расчет норму прибыли ***только на ту часть средств, которая вложена самим инвестором.*** С учетом текущего дохода, полученного в форме дивидендов и процентов, и всего, что выплачено в качестве процентов по брокерским ссудам, мы можем определить ***доходность инвестиций*** (или норму прибыли на собственный капитал инвестора) в фондовых покупках в кредит по следующей формуле:

$$\text{Доходность инвестиций} = \frac{\begin{matrix}\text{Совокупный} \\ \text{текущий доход} \\ \text{по ценным} \\ \text{бумагам}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Совокупные} \\ \text{проценты,} \\ \text{выплаченные по} \\ \text{брокерской ссуде}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Ожидаемая} \\ \text{рыночная} \\ \text{стоимость} \\ \text{ценных бумаг}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Рыночная} \\ \text{стоимость} \\ \text{покупки} \\ \text{ценных бумаг}\end{matrix}}{\text{Собственный инвестированный капитал}}.$$

Эта формула может быть использована для расчета ожидаемой или фактической доходности операций покупки ценных бумаг в кредит. Например, инвестор хочет купить 100 акций по 50 долл. за штуку, так как ему кажется, что их курс в течение ближайшего полугодия поднимется до 75 долл. По акциям этого выпуска выплачиваются годовые дивиденды в размере 2 долл. на одну акцию (а в течение полугодия, пока акции будут находиться в собственности инвестора, он получит только половину дивидендов — по 1 долл. на одну акцию); кроме того, инвестор собирается купить эти акции при норме первоначального взноса в 50% и заплатить 10% годовых по брокерской ссуде. Таким образом, наш инвестор собирается вложить 2500 долл. собственных средств в покупку акций на сумму в 5000 долл., стоимость которых, как он рассчитывает, через полгода возрастет до 7500 долл. Поскольку инвестор использует кредит в 2500 долл., выданный на полгода под 10% годовых, он заплатит в виде процентов 125 долл. (2500 долл. × × 0,10 × $^{6}/_{12}$ = 125 долл.). Пользуясь этими данными, мы можем подсчитать доходность инвестиций в данной сделке:

$$\text{Доходность инвестиций} = \frac{100 \text{ долл.} - 125 \text{ долл.} + 7500 \text{ долл.} - 5000 \text{ долл.}}{2500 \text{ долл.}} = \frac{2475 \text{ долл.}}{2500 \text{ долл.}} = \underline{\underline{99\%}}.$$

Следует помнить, что рассчитанное нами число 99% представляет собой норму прибыли, полученную за полгода владения акциями. Если мы захотим сравнить этот показатель доходности инвестиций с другими вариантами вложения капитала, то сможем определить доходность в *годовом исчислении*, умножив наш результат на 2 (число полугодий в году). Следовательно, в годовом исчислении инвестор получит 198% (99% × 2).

Тактика покупок ценных бумаг в кредит

Есть два варианта использования сделок в кредит. Первый, уже отчасти проиллюстрированный выше, нацелен на умножение доходности инвестиций. Второй называется "построение пирамиды", которая доводит идею увеличения доходности до предела. В принципе, покупка ценных бумаг в кредит достаточно незамысловата, но в то же время рискованна. К этим операциям могут обращаться только те инвесторы, кто в полной мере понимает их механизм и осознает все возможные ловушки.

Увеличение доходности инвестиций. Этот вариант сравнительно несложен, и к нему прибегают, пожалуй, чаще всего. Инвестор, желающий увеличить доходность инвестиций, находит такие ценные бумаги, курсовая стоимость которых, по его оценкам, возрастет, и покупает их с учетом установленного первоначального взноса (или несколько выше него), с тем чтобы "растянуть" свои инвестиционные ресурсы насколько возможно. Например, у Блэр Барнс есть свободный капитал в 4000 долл., а обязательная первоначальная маржа по сделкам с обыкновенными акциями установлена на уровне 50%. Допустим, Блэр нашла выпуск акций, которые в настоящее время продаются по 20 долл., но она уверена, что их курс поднимется до 30 долл. в течение полугода. Она настолько уверена в возможном подорожании этого выпуска, что решает использовать предельную долю собственного капитала, точно соответствующую обязательной первоначальной марже. Ее соб-

ТАБЛИЦА 2.7 Операции с первоначальным взносом, увеличивающие доходность инвестиций

Инвестированный капитал (собственный капитал клиента)	4 000
Заемные средства (брокерская ссуда)	4 000
Итого инвестиций (для покупки 400 акций)	8 000
Стоимость покупки 400 акций (по 20 долл. за штуку)	8 000
Спустя 6 месяцев — выручка от продажи акций по 30 долл. за штуку	12 000
Валовая прибыль от сделки	4 000
Минус проценты по заемным средствам*	200
Чистая прибыль	3 800
Доходность инвестиций (в %) (чистая прибыль/инвестированный капитал = 3800 долл./4000 долл.)	95%
Доходность инвестиций в годовом исчислении	190%

* Предполагается, что инвестор выплачивает 10% годовых по заемным средствам: за полгода это составит 200 долл. ($0{,}10 \times 4000 \times {}^{6}/_{12}$).

ственный капитал ограничен суммой в 4000 долл., но она рассчитывает занять еще 4000 долл. и увеличить сумму вложения до 8000 долл.

В табл. 2.7 показаны (без учета дивидендов и брокерских комиссионных) результаты этой сделки в том случае, если курс акций действительно поднимется до 30 долл. в течение полугода. Заметим, что 12 000 долл., которые будут получены в результате продажи ценных бумаг через полгода, делятся на три части: 1) Блэр вернула свой первоначальный капитал (4000 долл.); 2) вернула брокерскую ссуду (4000 долл.) и выплатила проценты (200 долл.); 3) получила чистую прибыль (3800 долл.). Если бы Блэр не прибегла к брокерской ссуде, она получила бы только 50%. На этом фоне доходность ее инвестиций в 95% — это очевидное улучшение финансового результата.

"Построение пирамиды" *— это техника использования "бумажной", или нереализованной, прибыли для полного или частичного финансирования дополнительной покупки ценных бумаг.*

Чрезмерный взнос, или чрезмерная маржа, *— это избыток собственного капитала над обязательным уровнем на счете покупок в кредит.*

"Построение пирамиды". Цель "построения пирамиды" — использовать счет покупок в кредит для увеличения портфеля ценных бумаг. Когда инвестор владеет ценными бумагами, курс которых растет, они приносят так называемую *"бумажную" прибыль*. Иначе говоря, инвестор сделал деньги на покупке этих бумаг, но он их пока не продал, так что его прибыль остается на бумаге. Тактика **"построения пирамиды"** состоит в использовании "бумажной" прибыли, имеющейся на счете, для частичного или 100%-го финансирования новых покупок ценных бумаг. Это позволяет проводить сделки в кредит с уровнем собственного капитала ниже обязательного первоначального взноса, иногда даже намного ниже. С помощью этого приема иногда удается покупать ценные бумаги, совсем не расходуя наличных денег, так как все дополнительные покупки можно финансировать за счет брокерских ссуд. Дело в том, что "бумажная" прибыль на счете создает **чрезмерную маржу**, т.е. на счете оказывается больше собственного капитала, чем это требуется от инвестора. Например, на счет внесено ценных бумаг на сумму 60 000 долл. при дебетовом остатке 20 000 долл.; это значит, что доля соб-

ственного капитала составляет $66^2/_3$%. Следовательно, если норма обязательного первоначального взноса всего 50%, на данном счете будет крупный избыток собственного капитала, или чрезмерная маржа. Стержень тактики "построения пирамиды" — использование этого избытка для покупки дополнительного количества ценных бумаг. Единственное ограничение и одновременно ключ к "пирамиде" заключаются в том, что после того, как дополнительные ценные бумаги куплены, собственный капитал на счете инвестора должен соответствовать требованиям первоначальной маржи или быть несколько выше. Это связано с тем, что минимальные требования относятся не к отдельным сделкам, а к счету в целом. Если же на счете образовалась чрезмерная маржа, инвестор вправе использовать ее и увеличить свой портфель.

Чтобы проиллюстрировать, как работает принцип "пирамиды", вернемся к примеру, приведенному в табл. 2.7 (получение дивидендов, выплата брокерского вознаграждения и процентов в расчет не принимаются). Допустим, курс акций действительно вырос до 30 долл. Наш инвестор, Блэр Барнс, не хочет расставаться с акциями этого выпуска, но совсем недавно она обнаружила другой выпуск, который тоже, по ее расчету, относится к растущим в цене. Естественно, она захотела купить и эти ценные бумаги, но у нее почти не осталось свободных денег. Однако Блэр повезло: она может использовать образовавшуюся на ее счете чрезмерную маржу для покупки акций перспективного выпуска. Иными словами, она может начать "строить пирамиду" из своей "бумажной" прибыли. Предположим, что акции старого выпуска продаются по 30 долл., а нового — по 10 долл. В табл. 2.8 показано, что происходит, когда инвестор "строит пирамиду" для покупки новых акций. Заметим, что на стадии Б на счете появляется "бумажная" прибыль и образуется чрезмерная маржа — $66^2/_3$% при обязательном уровне первоначального взноса в 50%. И даже после того, как вторая сделка была полностью профинансирована брокерской ссудой (см. стадию В: сделка совершена *без* привлечения собственного капитала), счет все еще отвечает требованиям первоначального взноса 50% (это видно на стадии Г). Строить такую "пирамиду" можно до тех пор, пока на счете сохраняется "бумажная" прибыль и пока доля собственного капитала превышает первоначальную маржу. Такая тактика сложнее, но она, несомненно, выгодна, особенно потому, что сводит к минимуму необходимость для инвестора вносить на счет новый собственный капитал.

Продажа "без покрытия"

К продажам "без покрытия", или обеспечения, прибегают тогда, когда ожидается снижение курсов ценных бумаг. Этот прием дает инвесторам возможность получать прибыль на падении курса, но, как мы увидим, он может также *застраховать* инвесторов от падения курсов ценных бумаг. Для продаж "без покрытия" пригодны почти все виды ценных бумаг: обыкновенные и привилегированные акции, все виды облигаций, конвертируемые ценные бумаги, варранты, опционы "пут" и "колл", а также ценные бумаги взаимных фондов, котирующиеся на биржах. Видов бумаг достаточно много, но на деле инвесторы практикуют продажи "без покрытия" только для обыкновенных акций и опционов "пут" и "колл". Этот вид сделок подобно "длинным" покупкам и покупкам в кредит требует от инвестора действовать че-

ТАБЛИЦА 2.8 "Построение пирамиды" на основе операций с первоначальным взносом

Стадия А
Исходная операция с первоначальным взносом

400 акций куплены по 20 долл. за штуку под 50%-ю первоначальную маржу (первая сделка)	Стоимость акций (С)	8 000
	Дебетовое сальдо (Д)	4 000
	Собственный капитал клиента	4 000

Стадия Б
Некоторое время спустя

Курс 400 акций повышается до 30 долл.	Стоимость акций	12 000
	Дебетовое сальдо	4 000
	Собственный капитал клиента	8 000

$$\text{Новая маржа} = \frac{С - Д}{С} = \frac{12\,000 - 4000}{12\,000} = 66^2/_3\%$$

Стадия В
Инвестор "строит пирамиду" на своем счете гарантийного взноса

400 *других* акций куплены по 10 долл. (вторая сделка)	Стоимость акций	4 000
	Дебетовое сальдо	4 000
	Новый собственный капитал клиента	0

Стадия Г
Новый счет гарантийного взноса

Сумма двух сделок *после* "построения пирамиды"	Стоимость акций	16 000*
	Дебетовое сальдо	8 000**
	Собственный капитал клиента	8 000

$$\text{Новая маржа} = \frac{16\,000 \text{ долл.} - 8000 \text{ долл.}}{16\,000} = 50\%$$

* 400 акций по 30 долл. (первая сделка) *плюс* еще 400 акций по 10 долл. (вторая сделка) = = 12 000 долл. + 4000 долл. = 16 000 долл.

** Дебетовое сальдо после первой сделки *плюс* дебетовое сальдо после второй сделки = 4000 долл. + + 4000 долл. = 8000 долл.

рез брокера, и поэтому полезно учесть "подсказки", которые помогут правильно выбрать брокера и о которых вы прочтете во вставке "Проницательному инвестору". Переходим к изучению тактики продаж "без покрытия" и некоторых деталей, особенно важных для техники этих сделок. Затем мы рассмотрим процедуру данных операций и примеры того, как их обычно проводят.

Продажа "без покрытия" — *это продажа ценных бумаг, взятых в долг, с расчетом продавца на их последующую покупку по более низкому курсу для возвращения кредитору.*

Что следует знать о продажах "без покрытия"

Мы определили **продажи "без покрытия"** как способ продажи активов, взятых в долг, и это именно так. **Операция продажи "без покрытия"** (*short sale*)

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Подсказываем: как найти нужного брокера

Инвесторы-новички обычно приходят в брокерскую фирму и просят дать им брокера — любого, кто свободен в данный момент. Им обычно представляют дежурного брокера, "того, кто в этот день беседует лично и по телефону с новыми клиентами". Так описывает эту типичную ситуацию Боб Эдвардс, ответственный за обучение в Американской ассоциации индивидуальных инвесторов, бесприбыльной учебной организации, которая находится в Чикаго.

Запомните: биржевые брокеры — это прежде всего торговцы. Если этот дежурный брокер лично заинтересован в продаже опционов, он, скорее всего, и предложит вам купить опционы, даже если вы сами предпочли бы вложить деньги в облигации.

"Этот брокер в принципе умеет и может помочь вам в покупке облигаций, но он хочет и будет заниматься опционами, — говорит Эдвардс. — И он не станет относиться к вам как к клиенту первостепенной важности".

Но брокеры уверяют, что любому, у кого есть хотя бы 10 000 долл., следует подумать о том, чтобы нанять профессионала, который занимался бы его финансами. Чтобы не попасть впросак в этой сложной области, надо внимательно выбрать будущего брокера. Попросите управляющего отделением брокерской фирмы подобрать вам тех брокеров, чей подход к инвестициям соответствует вашим предпочтениям, поговорите с каждым из них, узнайте, каким опытом они обладают.

• • •

"Если вы пришли в отделение брокерской фирмы, что называется, с улицы, вам придется отобрать для интервью кого-либо из брокеров, работающих в этом отделении, — говорит Дэвид Х. Рэмбо, биржевой брокер из Флориды. — Попросите связать вас с менеджером, отвечающим за персонал. Расскажите ему, какие вложения вас интересуют, и попросите, чтобы вас познакомили с брокером, который заинтересован именно в этих ценных бумагах. Если у вас очень широкие интересы, попросите найти брокера, который занимается всеми видами ценных бумаг".

Конечно, еще до разговора с брокером вы должны решить для себя, какие вложения вам нужны. Если вы впервые открываете счет, вам, может быть, придется провести предварительную подготовку. "В принципе не следует полагаться на то, что брокер будет вас учить, — говорит Эдвардс. — Им легче иметь дело с инвесторами, которые уже что-то знают, и не быть в роли поводыря на каждом шагу".

Садясь за стол с каждым из отобранных вами кандидатов, опрашивайте их подробно. Вот какие вопросы следует им задать:

- Давно ли вы работаете в этой области? Рэмбо советует инвесторам искать брокера с опытом не менее трех лет. Этого срока достаточно, чтобы отсеялись те, кто не любит эту работу или не способен ею заниматься.

  Эдвардс считает, что лучшие брокеры — это обычно те, кто прошел школу рынка с падающими курсами или хотя бы работал в этом бизнесе во время биржевого

начинается тогда, когда на рынке продаются ценные бумаги, взятые в долг у брокера. Позднее, когда курс выпуска падает, как и предвидел инвестор, он вновь выкупает ценные бумаги и возвращает тому, кто дал их взаймы. В сделках продаж "без покрытия" крайне важно, чтобы те, кто дает ценные бумаги взаймы, были всегда и полностью защищены.

Как делать деньги, когда курсы падают? Эта мысль звучит как-то не по-американски, но делать деньги, когда курсы падают, — это смысл сделок

краха в 1987 г. Но у брокеров с меньшим опытом обычно меньше и клиентов, так что они могут уделять больше внимания каждому из них.

- Какое у вас образование? Все брокеры должны для получения лицензии сдать экзамены так называемой седьмой серии, проводимые Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг. Но Эдвардс советует вам поискать брокера с экономическим или финансовым образованием. Эдвардс говорит, что курсы "седьмой серии" обучают брокеров технологии рынка, но не дают им представления о теоретических основах оценки инвестиций.
- Какой у вас подход к инвестициям? Предпочитаете ли вы покупать ценные бумаги и держать их или вы считаете нужным продавать их поскорее, как только курс начинает подниматься? Что вы думаете об акциях (облигациях, опционах, фьючерсах и так далее) как о финансовом инструменте? Чем вам нравится или не нравится тот или иной финансовый инструмент? Какой вид акций (облигаций, опционов, фьючерсов и так далее) вы рекомендуете и чем эти финансовые инструменты привлекательны? Как говорят эксперты, на такие вопросы нет верных или неверных ответов, но ответы брокеров должны совпадать с вашим мнением.
- Можете ли вы назвать мне фамилии трех-четырех клиентов, которые довольны работой с вами? По поводу того, следует ли тех, среди кого вы выбираете, спрашивать об их удачах и неудачах, мнения профессионалов расходятся. Эдвардс подчеркивает, что прежние успехи не гарантия будущих. Но спрашивая об этом, вы сможете понять, как поведет себя ваш брокер на рынке с падающими курсами.

Среди профессионалов нет единого мнения о том, следует ли спрашивать у брокера о его собственном портфеле. Многим инвесторам спокойнее иметь дело с теми, кто сам вложил деньги в те ценные бумаги, которые он рекомендует другим, но Д. Рэмбо не стал бы обсуждать с клиентом свои личные финансовые дела. Он говорит: "У меня не хватит денег, чтобы покупать все лакомые кусочки".

Помните: вы должны вести разговор с брокером один на один. Д. Рэмбо говорит: "Если брокер не интересуется годовым доходом вашей семьи, если он не спрашивает вас, сколько вы платите подоходного налога, он не проявит внимания к вашему счету и не будет рекомендовать вам разумные и выгодные сделки".

• • •

Все брокеры обязаны регистрироваться в Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг *(NASD)* как профессиональные торговцы ценными бумагами, и *NASD* ведет их послужные списки. Напишите или позвоните в *NASD*, если хотите узнать, не был ли ваш будущий брокер когда-то наказан ею, Комиссией по ценным бумагам и биржам, какой-либо из бирж или администрацией штата.

• • •

В конце концов, говорит Рэмбо, "вы будете все чувствовать кожей. Всю эту кухню вы будете понимать, как только сядете с кем-нибудь за стол".

Источник: Liza M. Keefe, of the *Orlando Sentinel*, "Going for Brokers: Check it Out", reprinted in *Dayton, Inc.* of the *Dayton Daily News*, February 9, 1989, p. 12.

продаж "без покрытия". В этих операциях продавцы инвестиций подобно всем в мире продавцам стараются делать деньги, покупая подешевле и продавая подороже. Разница только в том, что они осуществляют процесс инвестирования в обратном направлении, начиная сделку с продажи и заканчивая ее покупкой. Инвестор становится ***"коротким" продавцом***, когда, работая с брокером, он продает ценные бумаги, ***полученные взаймы.*** Впоследствии инвестор обеспечивает активы для "покрытия", выкупая необходимые бумаги на рынке и заканчивая сделку. В этот момент ценные бумаги, взятые

Механизм продажи "без покрытия"

1. 100 акций *проданы* по 50 долл. за штуку	
Выручка инвестора от продажи	5000 долл.
2. Позднее 100 акций того же выпуска *покупаются* по 25 долл. за штуку	
Затраты инвестора	2500 долл.
Чистая прибыль	2500 долл.

взаймы, возвращаются к первоначальным владельцам. В табл. 2.9 вы увидите, как действует механизм продажи "без покрытия" и как инвесторы могут получать прибыль от таких сделок. В нашем примере мы исходим из того, что инвестор нашел выпуск ценных бумаг, относительно которого он уверен, что их курс понизится с 50 до 25 долл. за штуку. Такая ценная бумага вполне годится для продажи без обеспечения. Из таблицы видно, что размеры прибыли или убытков по этой операции зависят от того курса, по которому бумага может быть выкуплена обратно. Продавцы получают прибыль только в том случае, если выручка от продажи ценных бумаг превышает затраты на их выкуп.

Высокий риск, ограниченная прибыльность. Очень многие сделки типа продаж "без покрытия" ставят инвестора в ситуацию высокого риска при ограниченной возможности получения прибыли. Дело в том, что у снижения курса ценной бумаги есть предел (до величины, близкой к нулю), а у повышения курса никакого предела не существует. (Напомним, что, когда курс растет, продавец в этих операциях несет потери.) В примере, приведенном в табл. 2.9, курс акций не может упасть больше чем на 50 долл., но никому неведомо, до какой отметки он может подняться.

Другой минус — правда, менее серьезный — состоит в том, что продавцы в сделках "без покрытия" никогда не получают дивиденды (или процентный доход). На самом деле продавцы даже сами берут на себя ответственность за дивиденды (или проценты), выплаченные эмитентом за то время, в которое укладывается сделка. Если дивиденд выплачивается как раз в это время, то *именно продавец* в сделках "без покрытия" обязан выплатить соответствующую сумму тому, кто одолжил ему акции (и эту процедуру брокер автоматически закладывает в контракт о продаже "без покрытия", заключаемый с продавцом). Важнейшее *преимущество* такого вида сделок — это, конечно, возможность извлечения прибыли из падения курсов. Кроме того, этим приемом могут пользоваться инвесторы для защиты уже полученных доходов, а также для того, чтобы отложить уплату налога на эти доходы. И мы увидим ниже, как операции продажи "без покрытия" превращаются в элемент очень осторожной и консервативной инвестиционной стратегии.

Техника продаж "без покрытия"

В 1987 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже *(NYSE)* по схеме продаж "без покрытия" было продано почти 4 млрд. акций, или около 8,3% всего оборота биржи. И хотя бо́льшая часть этих сделок заключается между "специ-

алистами" и другими членами биржи, на долю индивидуальных инвесторов в 1987 г. пришлось почти 934 млн. акций — и это только на *NYSE*. Кроме акций *NYSE* для продаж "без покрытия" используются все виды ценных бумаг, зарегистрированных на других биржах и во внебиржевом обороте, и их продают как полными, так и неполными лотами. Более того, комиссионные брокерам и затраты на заключение сделок по ним такие же, как и по всем остальным видам. Разница на самом деле только в том, что в приказе брокеру клиент указывает, что форма сделки — продажа "без покрытия". Так делается потому, что этот вид сделок жестко регламентируется Комиссией по ценным бумагам и биржам и они принимаются к исполнению только тогда, когда курс данного выпуска акций идет вверх.

Основные правила. Подробная регламентация продаж "без покрытия" потребовалась для того, чтобы положить конец множеству злоупотреблений и ошибок при использовании этого типа сделок, что было характерно до биржевого краха в 1929 г. В наши дни такая сделка может быть заключена только в тот момент, когда курс данного выпуска акций либо растет, либо остается неизменным после того, как предыдущая сделка заключена по возросшему курсу. Иначе говоря, курс акций данного выпуска *возрос* с момента последней сделки. Эту ситуацию называют **верхней отметкой** *(uptick)*. Например, акции можно продать "без покрытия" по курсу $51^1/_8$ долл., если в предыдущей сделке они были проданы за 51 долл. Но продажа "без покрытия" по $50^7/_8$ долл. не допускается, так как этот курс *ниже* курса предыдущей сделки (51 долл.). Последняя получила название **нижней отметки** *(downtick)*, чтобы условно обозначить, что курс ценной бумаги *уже снизился* после предыдущей сделки. Как инвестор вы можете дать приказ о продаже "без покрытия" когда угодно, но ваш брокер не сможет выполнить приказ до того момента, когда по данному выпуску сложится верхняя отметка.

Верхняя отметка — *это обозначение возросшего с момента последней сделки курса данной ценной бумаги.*

Нижняя отметка — *это обозначение снизившегося с момента последней сделки курса данной ценной бумаги.*

Неопытные в продажах "без покрытия" инвесторы очень часто совсем не знают, с каким капиталом можно заниматься такими сделками. Многим кажется, что поскольку сделка начинается с продажи, то инвестору нет необходимости с самого начала вкладывать какие-то деньги. Это совершенно неверно. Для того чтобы начать сделку, продавец должен внести на счет определенную (минимальную) сумму денег. Сумма капитала определяется обязательной первоначальной маржей, т.е. тем минимумом наличных денег (или ценных бумаг), которые инвестор обязан внести брокеру. В настоящее время норма первоначального взноса по операциям с акциями составляет 50%. Так, если инвестор хочет продать "без покрытия" акции на сумму в 5000 долл. при обязательной норме взноса, равной 50%, то он должен внести на счет брокера 2500 долл.

"Уличное имя" — *это способ регистрации ценных бумаг, связанный с выписыванием сертификатов на имя брокерской компании, которая хранит их по доверенности от своих клиентов — подлинных владельцев ценных бумаг.*

Кто дает "напрокат" ценные бумаги? Продавцы, действуя через брокеров, получающих комиссионные по операциям продажи "без покрытия", берут ценные бумаги от брокерских компаний или других инвесторов. Главный источник получения ценных бумаг в долг — это брокерские компании. Они одалживают клиентам в качестве услуги ценные бумаги из своего (брокерского) портфеля, т.е. с так называемых счетов **"на уличное имя"***. Ценные

* Этот жаргонный термин исторически связан с тем, что подавляющее большинство брокерских фирм, предоставлявших посреднические услуги в сделках продажи "без покрытия", расположены на Уолл-стрите. (*Прим. науч. ред.*)

бумаги, зарегистрированные "на уличное имя", хранятся брокерами по поручению их клиентов. Сертификаты по этим ценным бумагам выпускаются на имя брокерских компаний, но они являются всего лишь держателями по доверенности клиентов. Это широко распространенный способ, так как инвесторы обычно не хотят заниматься сертификатами и заботиться об их сохранности. В таких случаях сертификаты выпускаются на имя брокерской компании, а брокер учитывает все данные о сделке и следит за инвестициями клиента по бухгалтерским записям. Когда к брокеру поступают дивиденды и различные уведомления от эмитентов, они автоматически передаются подлинному владельцу ценных бумаг. Следует также знать, что в операциях продажи "без покрытия" брокер может одалживать клиенту ценные бумаги, принадлежащие не только самому брокеру, но и другим инвесторам, а клиент может их продавать с расчетом на выкуп по упавшему курсу, а потом возвращать их брокеру.

Тактика продаж "без покрытия"

Инвесторы прибегают к этим сделкам в двух случаях: чтобы, во-первых, получить спекулятивную прибыль при снижении курсовой стоимости ценных бумаг и чтобы, во-вторых, защитить доходы и отложить уплату налога хеджированием (ограждением от риска) своей позиции. Чаще обращаются к первому варианту, который и представляет собой стандартную сделку продажи "без покрытия". Хеджирование, напротив, — это использование продажи "без покрытия" с консервативной, а не спекулятивной целью для удержания уже достигнутого уровня прибыли. Все сделки "без покрытия" осуществляются в соответствии с требованиями о доле собственного капитала. Поэтому полезно рассмотреть, как эти требования сказываются на доходности инвестиций.

Доля собственного капитала в продажах "без покрытия". На Уолл-стрите есть поговорка: «"Быки" платят проценты, "медведи" не платят». Эта поговорка относится к сделкам с использованием заемных активов и отражает тот факт, что маржа применяется как в "длинных" сделках, так и в продажах "без покрытия". Правда, в последнем случае ссуда как таковая не применяется. В продажах "без покрытия" маржа означает только размер собственного капитала, который клиент должен вложить, для того чтобы начать сделку. Однако если нет кредита, то не будет и процентов. Учет и движение средств в продажах "без покрытия" происходят по тем же счетам, что применяются и для покупок в кредит. На них распространяются обязательное требование первоначальной маржи, требование поддерживаемого взноса. Наконец, если курс ценной бумаги, продаваемой "без покрытия", вдруг *взлетает*, счет становится ограниченным, а затем по нему может быть выдвинуто и требование дополнительного взноса. На самом деле единственное, о чем не надо беспокоиться при продажах "без покрытия", — это дебетовый остаток на счете. В остальном продажа без обеспечения весьма похожа на фондовые покупки в кредит (которые на самом деле являются сделками "с покрытием". — *Прим. науч. ред.*). К ним применимо все то, о чем мы говорили раньше, рассматривая принципы инвестирования, характеристики доли собственного капитала (маржи) и варианты поведения инвестора.

Однако маржа в этих сделках рассчитывается по другой формуле. При продаже "без покрытия" ее определяют следующим образом:

$$\text{Маржа (\%)} = \left(\frac{\text{Выручка от продажи + Внесенный собственный капитал}}{\text{Стоимость ценных бумаг}}\right) - 1 =$$

$$= \left(\frac{SP + ED}{V}\right) - 1.$$

Выручка от продажи ценных бумаг *(sales proceeds, SP)* — это сумма, полученная за ценные бумаги в момент осуществления самой продажи "без покрытия"; собственный капитал *(equity deposit, ED)* — сумма, внесенная инвестором на счет в порядке обязательной первоначальной маржи перед началом сделки; стоимость ценных бумаг *(value of securities, V)* — это текущая рыночная стоимость проданных "без покрытия" ценных бумаг. Следует отметить, что для данной сделки выручка от продажи и собственный капитал инвестора — величины постоянные; но, как и в случае продаж "с покрытием", единственной переменной в данном уравнении является *V* (стоимость ценных бумаг), и она изменяется только по мере изменения курса ценных бумаг — объектов продаж "без покрытия".

Чтобы представить себе последствия требований о взносе собственного капитала, рассмотрим следующую гипотетическую ситуацию. Предположим, что инвестор хочет продать "без покрытия" 100 акций одного выпуска по 60 долл. при условии первоначального взноса в 70%. В таком случае текущая рыночная стоимость ценных бумаг *(V)* равна 6000 долл. (100 × 60 долл.), и такова же величина выручки *(SP)* от продажи 100 акций по 60 долл. Величину собственного капитала инвестора *(ED)*, равную 4200 долл., получаем умножением суммы сделки на величину обязательного первоначального взноса (6000 долл. × 0,7). Теперь посмотрим, что получится, если курс ценной бумаги поднимется на 10 долл. и будет равен 70 долл. По формуле расчета маржи для продаж "без покрытия" мы определим, что маржа составляет всего 46%:

$$\text{Маржа (\%)} = \left(\frac{SP+ED}{V}\right) - 1 = \left(\frac{\text{6000 долл. + 4200 долл.}}{\text{7000 долл.}}\right) - 1 = 46\%.$$

Выручка от продажи и собственный капитал инвестора остались постоянными величинами, составив соответственно 6000 и 4200 долл. Изменилась только текущая рыночная стоимость ценных бумаг (она увеличилась до 7000 долл.). Очевидно, что по мере повышения курса ценной бумаги уменьшается маржа по данной позиции. Это происходит потому, что при повышении курсовой стоимости ценной бумаги инвестор в этих операциях несет убытки. Поскольку маржа в 46% меньше обязательной первоначальной маржи (70%), инвестора ждет ограничение счета. Если же курсовая стоимость ценной бумаги снизится на 10 долл. и составит 50 долл., результат будет противоположным. В этом случае маржа поднимется: [(6000 долл. + + 4200 долл.)/5000 долл.] – 1 = 104%. Тогда инвестор будет иметь избыток собственного капитала на счете, который можно будет использовать как фундамент в "построении пирамиды".

Доходность инвестиций. В операциях продажи "без покрытия" величина инвестированного капитала ограничивается той суммой, которую инвестор вносит на счет. Именно на этой базе следует подсчитывать доходность инвестиций, или норму прибыли на вложенный капитал. Единственная трудность состоит в том, что из прибыли должны быть *вычтены* все дивиденды, которые продавец в сделке "без покрытия" переведет брокеру, предоставившему ему ценные бумаги. Кроме того, в этом случае продавец не получает дивидендов, но и не платит процентов. Следовательно, доходность его инвестиций рассчитывается по простой формуле:

$$\text{Доходность инвестиций при продаже "без покрытия"} = \frac{\text{Выручка от продажи} - \text{Затраты на покупку ценных бумаг} - \text{Дивиденды, выплаченные брокеру}}{\text{Внесенный собственный капитал}}.$$

Для иллюстрации предположим, что инвестор осуществляет продажу акций "без покрытия" при условии первоначальной маржи в 70% по 60 долл., рассчитывая на снижение их курса до 40 долл. в течение полугода. Поскольку компания платит годовой дивиденд в 2 долл. на каждую акцию, продавец понимает, что он должен будет в течение этого полугодия вернуть брокеру по 1 долл. на акцию. Подсчитывая доходность в расчете на одну акцию (а эта величина будет неизменной, сколько бы акций ни участвовало в данной сделке), получим, что ожидаемая норма прибыли на капитал, вложенный в эту операцию, или доходность инвестиций, составит 45%:

$$\text{Доходность инвестиций в продаже "без покрытия"} = \frac{60 \text{ долл.} - 40 \text{ долл.} - 1 \text{ долл.}}{42 \text{ долл.}} = \frac{19 \text{ долл.}}{42 \text{ долл.}} = \underline{\underline{45\%}}.$$

Столь высокая норма прибыли может быть получена не только потому, что она будет заработана при падении курса ценной бумаги, но и потому, что инвестор вложил в сделку ограниченную сумму (его взнос составил всего 70% объема всей сделки).

Спекулятивное применение продажи "без покрытия". Продажи "без покрытия" чаще всего используются именно в спекулятивных целях. Поскольку в этом случае продавец делает ставку на ухудшение рыночной конъюнктуры, он действует *вопреки* текущим тенденциям рынка и подвергает себя немалому риску. Вот как это происходит: предположим, что инвестор нашел выпуск акций, курс которых, как ему представляется, в течение ближайших восьми месяцев упадет с 50 до 30 долл. за одну акцию. Он решается на продажу "без покрытия" 300 акций этого выпуска по 50 долл. при 50%-й первоначальной марже, или первоначальном взносе собственного капитала. Основные шаги предполагаемой сделки показаны в табл. 2.10. Как видно из таблицы, сделка даст инвестору прибыль в 6000 долл. (дивиденды и комиссионное вознаграждение брокеру не берем в расчет), а поскольку она может быть исполнена при взносе собственного капитала инвестора, равном всего 7500 долл., постольку сделка принесет норму прибыли 80% на вложенный капитал. Понятно, что, если ситуация на рынке будет развиваться не в пользу инвестора, продавец потеряет большую часть из вложенных в сделку 7500 долл.

ТАБЛИЦА 2.10 Спекулятивная операция продажи "без покрытия" (в долл.)

Продажа "без покрытия" осуществлена: 300 акций одного выпуска проданы по 50 долл. за штуку	15 000
Обеспечение "покрытия": 300 акций того же выпуска выкуплены по 30 долл. за штуку	9 000
Чистая прибыль	6 000
Собственный капитал клиента на депозите (0,50 × 15 000 долл.)	7 500

$$\text{Доходность инвестиций}^* = \frac{15\,000\ \text{долл.} - 9000\ \text{долл.}}{7500\ \text{долл.}} = \frac{6000\ \text{долл.}}{7500\ \text{долл.}} = \underline{\underline{80\%}}$$

* Предполагается, что по акциям не выплачиваются дивиденды и инвестор не имеет обязательств по дивидендам.

Продажа "без покрытия" "против сейфа" — *это тактический прием, применяемый для защиты полученной в "длинной" покупке прибыли путем комбинации сделок "длинной" покупки с продажей "без покрытия".*

Продажа "без покрытия" "против сейфа". Столь необычным термином обозначается техника защиты прибылей, уже полученных на имеющиеся в собственности инвестора ценные бумаги. Цель этой сделки такая же, как и у всякой тактики хеджирования или страхования риска: свести к минимуму или совсем избежать возможных потерь. **Продажа "без покрытия" "против сейфа"** применяется после того, как инвестор получил прибыль от предыдущей "длинной" покупки. Инвестор, владеющий 100 акциями конкретного выпуска (после "длинной" покупки), мог бы выставить на "короткую" продажу "без покрытия" такое же число акций того же эмитента. Поступая таким образом, он защищает прибыль, уже полученную от "длинной" сделки, или хеджирует ее, и вместе с тем попутно получает возможность отложить уплату налога на эту прибыль до следующего финансового года.

Вот как это делается. Предположим, в прошлом году вы купили 100 акций компании "Ньюлокс" по 20 долл. за штуку и ждали, пока курс акций поднимется до 50 долл. Поэтому сейчас вы получили 3000 долл. курсового дохода. Вы не планируете продавать эти акции немедленно, но при этом вам не хочется терять вашу прибыль. Короче говоря, вы предпочитаете на время оставить все как есть, но заработанный вами курсовой доход подстраховать и сохранить. Это можно сделать очень просто: продать "без покрытия" 100 акций этого же выпуска компании "Ньюлокс" по 50 долл. за штуку. И курсовой доход размером в 3000 долл. будет "заперт в сейфе". Независимо от того, что произойдет с акциями этого выпуска, вы гарантируете себе прибыль в 3000 долл., поскольку она надежно "заперта в сейфе". Теперь у вас есть две разные позиции: "длинная" и "короткая"*, обе с одинаковым количеством акций. В табл. 2.11 эта техника описана по шагам, а также показано, как прибыль "запирается в сейфе". При этом заметим, что поскольку продажа "без покрытия" совершается с ценными бумагами, взятыми в долг, вам не нужно

* В "длинной" позиции инвестор выступает как подлинный собственник акций, так как он купил их на длительное время раньше, чтобы со временем извлечь доход от роста курса. В "короткой" позиции инвестор всего лишь берет "напрокат" такие же акции у брокера. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 2.11 Продажа "без покрытия" "против сейфа" (хеджирование при помощи продажи "без покрытия") (в долл.)

Сделка 1-я. Покупка 100 акций одного выпуска по 20 долл. за штуку		2000
Курс акций этого выпуска повышается до 50 долл. за штуку		
Текущая прибыль от сделки:		
текущая стоимость акций		5000
издержки совершения сделки		(2000)
чистая прибыль		3000
Сделка 2-я Продажа "без покрытия" 100 акций по 50 долл. за штуку		
А. Курс акций поднялся до 80 долл. за штуку		
Текущая прибыль от *обеих* сделок:		
стоимость купленных акций (сделка 1-я)		8000
издержки совершения сделки		(2000)
прибыль		6000
Минус *убытки* от продажи "без покрытия":		
начало продажи "без покрытия"	5000	
обеспечение "покрытия"	(8000)	(3000)
чистая прибыль		3000
Б. Курс акций снизился до 30 долл. за штуку		
Текущая прибыль от *обеих* сделок:		
стоимость купленных акций (сделка 1-я)		3000
издержки совершения сделки		(2000)
прибыль		1000
Плюс *прибыль* от продажи "без покрытия":		
начало продажи "без покрытия"	5000	
обеспечение "покрытия"	(3000)	2000
чистая прибыль		3000

вносить для ее проведения собственные деньги, так как в роли первоначального взноса выступят те акции, которыми вы владеете после "длинной" покупки. Поэтому продажа "без покрытия" "против сейфа" обойдется вам достаточно дешево: вам придется только заплатить брокерские комиссионные за услуги по передаче вам ценных бумаг и приему их обратно.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Краткосрочные финансовые инструменты продаются на денежном рынке, а долгосрочные ценные бумаги, как, например, акции и облигации, продаются на рынке капиталов. Новые выпуски ценных бумаг продаются на первичном рынке, а уже находящиеся в обращении — на вторичном рынке.
- Важнейшие организованные фондовые рынки США — это Нью-Йоркская фондовая биржа *(NYSE)* и Американская фондовая биржа *(AMEX)*.

Кроме того, существуют 13 региональных фондовых бирж в США, несколько бирж в Канаде и других странах, а также ряд специализированных бирж. Внебиржевой рынок ценных бумаг *(OTC)* — это не имеющая формальной организации "невидимая" сеть связей между продавцами и покупателями ценных бумаг, которую объединяет Система автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг *(NASDAQ)*.

- Рынки ценных бумаг регулируются федеральной Комиссией по ценным бумагам и биржам *(SEC)*, а также комиссиями штатов. Важнейшие законодательные акты, регулирующие торговлю ценными бумагами: Закон о ценных бумагах от 1933 г., Закон о фондовых биржах от 1934 г., Закон Мэлоуни от 1938 г., Закон об инвестиционных компаниях от 1940 г., Закон о консультантах по инвестициям от 1940 г. и Поправки к законам о ценных бумагах от 1975 г.

- Биржевые брокеры (предлагающие полный набор услуг или дисконтные), выполняющие приказы клиентов о покупке или продаже, являются главным связующим звеном между индивидуальными инвесторами и рынком. Корпорация страхования инвестиций в ценные бумаги *(SIPC)* страхует счета клиентов у брокеров на определенную, установленную сумму.

- Инвестор может открывать в брокерской фирме счета различных видов, например отдельные или совместные счета, опекунские счета, кассовые счета, свободные (дискреционные) счета, счета-пакеты. Инвестор может совершать сделки с полными и неполными лотами, отдавая рыночный приказ, лимитный приказ или "стоп"-приказ. Издержки совершения инвестиционных сделок могут быть различными. По небольшим сделкам большинство брокеров получают комиссионные по фиксированным ставкам, но по более крупным сделкам применяются договорные ставки комиссионного вознаграждения.

Большинство инвесторов прибегают к "длинным" покупкам в расчете на повышение курсов ценных бумаг. Многие инвесторы открывают маржинальные счета, чтобы можно было брать кредит и увеличивать свою покупательную способность. Продажи "без покрытия" практикуются намного реже, хотя они позволяют выигрывать в те моменты, когда ожидается падение курсов ценных бумаг.

- Когда ценные бумаги покупаются в кредит, инвестор помещает на свой счет наличные деньги или ценные бумаги на сумму, покрывающую только часть сделки, а остальные деньги берет в кредит у брокерской компании, реже у коммерческого банка. Если курс ценных бумаг, купленных в кредит, повышается, инвестор получает более высокую норму доходности инвестиций, чем если бы он покупал их обычным способом, за счет собственных средств. Если курс ценных бумаг снижается, происходит прямо противоположное. Фондовыми покупками в кредит обычно пользуются для увеличения доходности инвестиций либо для "построения пирамиды".

- Федеральная резервная система (ФРС) устанавливает минимальную величину собственного капитала (первоначальную маржу), которую надо

внести для фондовой покупки в кредит. Если курс какой-либо ценной бумаги снижается, уменьшая ее залоговую стоимость ниже минимальной первоначальной маржи, то счет подлежит ограничению. Если курс продолжает падать и собственный капитал инвестора на его счете становится ниже обязательного поддерживаемого взноса, инвестор получает от брокера требование дополнительного обеспечения и должен вносить добавочный собственный капитал.

Смысл продаж "без покрытия" состоит в продаже высококотирующихся ценных бумаг, взятых в долг, в расчете на то, что в дальнейшем их можно будет выкупить по сниженному курсу и получить на этом прибыль. Чтобы провести продажу "без покрытия", инвестор также открывает маржинальный счет и берет нужные ему ценные бумаги в долг у брокера или с помощью брокера у другого инвестора. Собственник теряет право голоса по этим акциям, но сохраняет за собой все остальные права владельца, такие, как право на получение дивидендов.

Если курс ценных бумаг — объектов продаж "без покрытия" — падает, продавцу приходится внести дополнительные средства, и он может даже понести убытки, если, в конце концов, ему придется выкупать ценные бумаги по более высокому курсу. Продавец может нести практически неограниченные потери, а его выигрыш ограничен курсом данных ценных бумаг. Продажи "без покрытия" применяются в спекулятивных целях в случае ожидаемого снижения курса определенных ценных бумаг; ими также можно защитить полученную от предыдущих сделок прибыль и отложить уплату налога на нее — с помощью техники продажи "без покрытия" "против сейфа".

Дайте определения и объясните различия между следующими парами терминов:

а) денежный рынок и рынок капиталов;
б) первичный рынок и вторичный рынок;
в) фондовые биржи и внебиржевой фондовый рынок.

Кратко опишите следующие особенности Нью-Йоркской фондовой биржи:

а) членство;
б) правила листинга;
в) торговые операции.

Для каждой позиции в левой колонке найдите соответствующую в правой. Объясните связь между позициями в обеих колонках.

1) Американская фондовая биржа *(AMEX)*.	а) Торговля незарегистрированными ценными бумагами.
2) Чикагская срочная товарная биржа.	б) Торговля фьючерсами.
3) Бостонская фондовая биржа.	в) Торговля опционами.
4) Чикагская опционная биржа.	г) Торговля иностранными ценными бумагами.
5) Внебиржевой фондовый рынок.	д) Вторая крупнейшая фондовая биржа в мире.
6) Американские депозитарные свидетельства *(ADR)*.	е) Региональная фондовая биржа.

Опишите внебиржевой фондовый рынок и объясните, как он работает. Не забудьте о дилерах, курсах продавцов и покупателей, *NASDAQ* и *NASDAQ/NMS*. Какую роль на этом рынке играют новые выпуски и вторичное размещение акций?

Коротко расскажите об основных правилах и положениях, вытекающих из следующих законодательных актов о ценных бумагах:

а) Закон о ценных бумагах от 1933 г.;
б) Закон о фондовых биржах от 1934 г.;
в) Закон Мэлоуни от 1938 г.;
г) Закон об инвестиционных компаниях от 1940 г.;
д) Закон о консультантах по инвестициям от 1940 г.;
е) Поправки к законам о ценных бумагах от 1975 г.

Какую роль играет фондовый брокер в процессе инвестирования? Опишите виды услуг, предлагаемых брокером, и расскажите о критериях, по которым следует выбирать подходящего брокера.

Что надо сделать для того, чтобы открыть счет у брокера? Коротко опишите различия между следующими видами счетов у брокера:

а) отдельные или совместные;
б) опекунские;
в) кассовые;
г) маржинальные;
д) свободные (дискреционные);
е) счета-пакеты.

Элберт Кромвелл отдал рыночный приказ о покупке полного лота обыкновенных акций компании "Томас, инк.", которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже и в данный момент стоят 50 долл. за акцию. Сколько должен заплатить за них Кромвелл без учета брокерских комиссионных? Если он отдал рыночный приказ о продаже, сколько денег он получит?

Представьте себе, что вы отдали лимитный приказ на покупку 100 акций компании "Сэлиссоу тулз" по курсу 38 долл. за акцию, хотя акции этого выпуска в настоящее время продаются по 41 долл. Расскажите, что произойдет, если:

а) курс акций упадет до 39 долл. за два месяца до отмены лимитного приказа;
б) курс акций упадет до 38 долл.;
в) минимальный курс перед отменой лимитного приказа был 38,50 долл., а в момент его отмены акции продавались по 47,50 долл.

Расскажите, в чем смысл "стоп"-приказа. Если вы отдадите "стоп"-приказ о продаже по 23 долл. акций, которые в настоящее время продаются по курсу 26,50 долл., какой минимум убытка вы понесете при продаже 50 акций, если их курс внезапно снизится до 20,50 долл.? Что произойдет, если вы отдали комбинированный приказ "лимит-стоп" о продаже по 23 долл., а курс тем временем упал до 20,50 долл.?

Пользуясь ставками брокерского вознаграждения, приведенными в табл. 2.3, а также надбавками на неполный лот (если они положены), рассчитайте величину брокерского вознаграждения по следующим сделкам с обыкновенными акциями:

а) покупка 70 акций компании *ABC* по 60 долл.;
б) продажа 100 акций компании *DEF* по 7,50 долл.

Акции компании "Элмо" в настоящее время продаются по 60 долл. Рассчитайте, какие прибыль или убытки ожидают инвестора Морин Кац, если она предпримет следующие сделки с полными лотами:

а) продажа "без покрытия", а затем выкуп акций, взятых взаймы, по 70 долл.;
б) "длинная" покупка, а затем продажа акций по 75 долл.;
в) продажа "без покрытия" и выкуп акций, взятых взаймы, по 45 долл.;
г) "длинная" покупка, а затем продажа акций по 60 долл.

Опишите фондовые покупки в кредит и объясните, как они увеличивают доходность инвестиций.

14. Предположим, что инвестор покупает 100 акций одного выпуска по 50 долл. при первоначальной марже 70%:

а) какой дебетовый остаток получится в этой сделке?
б) сколько собственного капитала должен инвестор вложить, чтобы совершить эту фондовую покупку в кредит?
в) если курс акций этого выпуска поднимется до 80 долл., какова будет доля собственного капитала инвестора?

Мисс Джерри Кингстон купила 100 акций одного выпуска по 80 долл. при первоначальной марже в 60%. Если поддерживаемый взнос равен 25%, то до какого уровня должен снизиться курс этих акций, чтобы мисс Кингстон получила от брокера требование дополнительного обеспечения? (Предположим, что на ее маржинальном счете нет других акций.)

16. Каковы преимущества и недостатки фондовых покупок в кредит с точки зрения индивидуального инвестора?

Инвестор покупает 200 акций одного выпуска, которые продаются по 80 долл. при первоначальной марже 60%. Исходя из того, что по этим акциям выплачиваются годовые дивиденды в 1 долл. на одну акцию, а брокерский кредит можно взять под 8% годовых, рассчитайте доходность инвестиций, которую получит инвестор через полгода в случае повышения курса этих акций до 104 долл. Какова будет норма доходности инвестиций в годовом исчислении?

Не так давно Дэйв Эдвардс купил 200 акций компании *АА* по 45 долл. при первоначальной марже в 60%. Сейчас эти акции продаются по 60 долл., а Федеральная резервная система недавно снизила обязательную первоначальную маржу до 50%. Теперь Дэйву хотелось бы построить небольшую "пирамиду" и купить еще 300 акций этого выпуска. Какую минимальную сумму собственного капитала он должен внести для такой сделки?

Опишите процесс продажи "без покрытия"; отметьте, каким образом получается прибыль от этого вида сделок. Не забудьте объяснить, как в данных сделках используется маржа.

20. Предположим, что некий инвестор продает 100 акций одного выпуска по 50 долл. при первоначальной марже 70%:

а) сколько он должен внести наличными для заключения этой сделки "без покрытия"?
б) какова будет доля собственного капитала в случае, если курс упадет до 20 долл.?

21. Мистер Оливер Стэнли, весьма опытный инвестор, недавно приобрел 1000 акций одного выпуска по 48 долл. С тех пор их курс поднялся до 55 долл., и Стэнли собирается их продать, но колеблется, так как приближается конец года, а он хотел бы отложить уплату налога на прибыль от этой сделки до следующего года. Поэтому Оливер решает провести продажу "без покрытия" "против сейфа": он продает 1000 акций этого выпуска по текущему курсу в 55 долл. Сколько *всего* получит прибыли Стэнли, если курс будет подниматься и дойдет до 60 долл.? Какая часть этой прибыли придется на "длинную" покупку и какая на продажу "без покрытия"?

22. Каковы преимущества и недостатки продаж "без покрытия"? Что такое продажа "без покрытия" "против сейфа" и чем она отличается от обычной продажи "без покрытия"?

23. Боб Барлоу недавно продал "без покрытия" 200 акций одного выпуска по 72 долл. при первоначальной марже 50%:

а) определите, какую сумму собственного капитала он должен был внести для совершения такой сделки;
б) какой стала бы доля собственного капитала, если бы курс акций упал до 50 долл.?
в) какую прибыль в абсолютном и относительном выражении получит Боб, если он выкупит акции по курсу 50 долл.?

г) каким станет показатель маржи (в %), если курс акций не упадет, а, наоборот, поднимется до 86,50 долл.? Если поддерживаемый взнос установлен в 25%, будет ли к этому счету предъявлено требование дополнительного обеспечения?

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

2.1. Дилемма Дары: хранить, продавать или?..

Дара Симмонз — сорокалетняя мать двух детей школьного возраста — по бракоразводному процессу получила 400 обыкновенных акций компании "Казино интернейшнл". Сейчас акции этого выпуска продаются по 54 долл. Дара расспросила своего друга, экономиста, работающего в крупном коммерческом банке, об экономической ситуации в стране и пришла к выводу, что конъюнктура ухудшается и на фондовом рынке будет преобладать ситуация рынка "медведей". С помощью своего фондового брокера Дара наводит справки о текущем финансовом положении компании "Казино интернейшнл" и узнает, что будущее фирмы зависит от исхода разбирательства заявления этой компании об учреждении нового игорного дома в Пасифик-сити. Если разрешение будет получено, весьма вероятно, что акции этой компании начнут быстро расти независимо от общеэкономической ситуации. В то же время, если разрешения не будет, акции компании будут падать.

Дара поняла, что, судя по имеющейся информации, курс акций "Казино" в ближайшее время будет значительно колебаться. Ее первой реакцией было продать эти бумаги и вложить деньги во что-нибудь более стабильное, например в корпоративные облигации с высоким рейтингом. Но в то же время ей показалось, что, может быть, она смотрит на вещи слишком пессимистически, так как находится в подавленном состоянии после развода. Ее не покидало ощущение, что если "Казино" получит разрешение открыть игорный дом в Пасифик-сити, то она очень крупно выиграет на этих акциях. Перед тем как принять окончательное решение, Дара поговорила с бухгалтером, и он посоветовал ей отложить продажу акций еще на четыре месяца из налоговых соображений. Просчитав ряд вариантов, бухгалтер определил, что если продать сейчас эти акции по 54 долл., то можно получить примерно столько же, сколько от продажи по 48 долл. в любой момент по истечении четырехмесячного срока.

Дара должна оценить четыре альтернативных варианта:

Вариант 1. Продать акции сейчас по 54 долл. и купить на вырученные деньги корпоративные облигации с высоким рейтингом.

Вариант 2. Оставить акции у себя и дать лимитный приказ на продажу по 60 долл.

Вариант 3. Оставить акции у себя и дать "стоп"-приказ на продажу по 45 долл.

Вариант 4. Держать акции еще четыре месяца и только потом принять какое-либо решение.

Вопросы

1. Оцените каждый вариант и, исходя из имеющейся ограниченной информации, посоветуйте, что вы считаете в данной ситуации оптимальным.
2. Если курс акций поднимется до 60 долл., что произойдет во 2-м и 3-м вариантах? Оцените их плюсы и минусы.
3. Если курс акций снизится до 45 долл., что произойдет во 2-м и 3-м вариантах? Оцените их плюсы и минусы.
4. В связи с тем, что можно ожидать резких колебаний курса акций "Казино", как может *комбинированный* лимитный "стоп"-приказ позволить уменьшить риск, связанный с этими колебаниями? Каковы будут издержки в этом случае?

2.2. Большой маржинальный счет Рави Думара

Рави Думар, фондовый брокер, живет в Милуоки, шт. Висконсин, с женой Сашей и пятью детьми. Рави любит следовать на практике тем принципам, которые он рекоменду-

ет своим клиентам; в частности, он считает, что единственный способ зарабатывать на фондовом рынке — это вести активную, наступательную инвестиционную стратегию, например использовать покупки в кредит. Сам Рави с годами создал себе крупный маржинальный счет. Сейчас на его счете находятся акции на сумму 75 000 долл., хотя дебетовый остаток составляет только 30 000 долл. Недавно Рави обнаружил выпуск акций, который он, основываясь на тщательном анализе соответствующих данных, считает весьма перспективным с точки зрения быстрого роста курса. Это акции компании *RS*, в настоящее время они продаются по 20 долл. за штуку. Рави считает, что в течение года они подскочат, по крайней мере, до 50 долл. Компания *RS* не выплачивает дивидендов, обязательная первоначальная маржа составляет 50%, а по брокерским ссудам в настоящее время платят 10% годовых. Рави настолько верит в акции *RS*, что хочет "построить пирамиду", используя этот счет, и купить 1000 акций этого выпуска.

Вопросы

1. Расскажите, что такое "пирамида" применительно к данной ситуации.
2. Какова текущая доля собственного капитала Рави?
3. Рави покупает 1000 акций компании *RS*, используя свой маржинальный счет (а мы помним, что это сделка на 20 000 долл.). В этом случае:
   а) какая доля собственного капитала останется на счете ***после того***, как Рави проведет сделку с акциями компании *RS* при обязательной первоначальной марже 50%?
   б) что произойдет, если он вложит только 2500 долл. своих денег и получит брокерскую ссуду в 17 500 долл.?
   в) как вы можете объяснить то обстоятельство, что акции можно купить с долей собственного капитала всего в 12,5%, при том что обязательная первоначальная маржа составляет 50%?
4. Допустим, что Рави купил 1000 акций компании *RS* по 20 долл., вложив наличными минимальные средства в 2500 долл., а курс акций действительно начал подниматься и через год достиг 40 долл.:
   а) какая норма доходности инвестиций будет получена по этой сделке?
   б) какую норму доходности инвестиций получил бы Рави, если бы покупал акции только за собственный счет?
5. Что вы думаете о плане Рави "построить пирамиду"? Каковы в этом случае риски и выигрыши?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Boland, John C. "Selling Short". *Sylvia Porter's Personal Finance*, July—August 1986, pp. 86—87.

Edgerton, Jerry. "Let's Get Serious About Reform". *Money*, October 1988, pp. 60—61.

Ellis, Junius. "Money's All-Pro Stockbrokers". *Money*, October 1988, pp. 105—112.

Giese, William. "Broker's Statements: Close, But No Cigar", *Changing Times*, March 1989, pp. 47—51.

"Stockbrokers: When Discounts Don't Count". *Changing Times*, February 1989, pp. 50—56.

Jakus, Judy, and P.R. Chandy. "After Your Order: The Saga of a Stock Transaction". *AAII Journal*, March 1989, pp. 11—14.

Jamieson, Dan. "Margin for Profit". *Personal Investor*, July 1986, pp. 40—45.

Kosnett, Jeff. "How to Start Investing". *Changing Times*, April 1987, pp. 22—28.

Newport, John Paul, Jr. "Little Guys Face A New Market Era". *Fortune*, September 26, 1988, pp. 117—120.

Weil, Henry. "Uncovering the Pearls in the Pink Sheets." *Money*, November 1988, pp. 123—128.

Глава 3
Источники информации и консультации для инвесторов

Изучив эту главу, вы сможете:

- Определять виды информации для инвесторов, ее стоимость, те или иные преимущества и возможности использования.
- Понять роль для инвестиционных решений экономической и текущей общеполитической информации, публикуемой в некоторых широко известных источниках.
- Понять, из каких источников инвесторы могут брать сведения для оценки состояния тех или иных отраслей или компаний.
- Разбираться в источниках информации о курсах ценных бумаг и получить представление о содержании, толковании и использовании наиболее часто цитируемых рыночных индикаторов и индексов.
- Знать, какие услуги предлагают консультанты по инвестированию, как регламентирована их работа, сколько стоят их услуги и как ими пользоваться, что такое клубы инвесторов.
- Понимать, какую роль играет персональный компьютер *(PC)* как инструмент для оценки инвестиций и способ доступа к базам данных.

Для того чтобы преуспеть в качестве инвестора, мало иметь деньги! В самом деле, чтобы вкладывать деньги, крайне важно знать, где найти нужную информацию и дельный совет. Правда, некоторые смогли сделать себе состояние на вложении денег и без этого, но инвестор, понимающий, что происходит в экономике, на рынке ценных бумаг и в делах той или иной компании, всегда будет действовать эффективнее, чем тот, кто полагается только на интуицию. Некоторые покупают акции компании закусочных "Макдональдс" по той причине, что им нравится эта еда и они видели, сколько людей посещают подобную закусочную по соседству. Такого рода наблюдения, конечно, помогают принять решение, но их явно недостаточно, так как масса вопросов при этом остается без ответа. Например: какие перемены ожидаются в экономике в целом? как поведет себя рынок акций в ближайшем будущем? насколько прибыльно работает компания "Макдональдс" и какие у нее перспективы? Некоторые воздерживаются от вложения денег в ценные бумаги, не будучи уверены в перспективах экономики страны и в поведении рынка, а стало быть, и в инвестициях в ценные бумаги как таковых.

Научившись извлекать сведения из основных источников информации о вложениях в ценные бумаги и привыкнув пользоваться советами, инвестор сможет не только расширить набор инструментов, к которым он будет обращаться, но и получать больший эффект от своих инвестиций. Потому что если подойти к инвестированию со знанием дела, можно не только получить больше прибыли, но и уменьшить риск. Знающий инвестор наверняка получит больше и сумеет лучше сохранить полученное, чем неподготовленный, даже если последний принимает решения чисто интуитивно или просто избегает рискованных вариантов. К тому же в связи с тем, что инвесторы получают все больший доступ к персональным компьютерам, а также к специально для них разработанному совместимому программному обеспечению и базам данных, важно, чтобы инвесторы понимали, что могут дать эти новые технологии для составления портфеля инвестиций и для управления им.

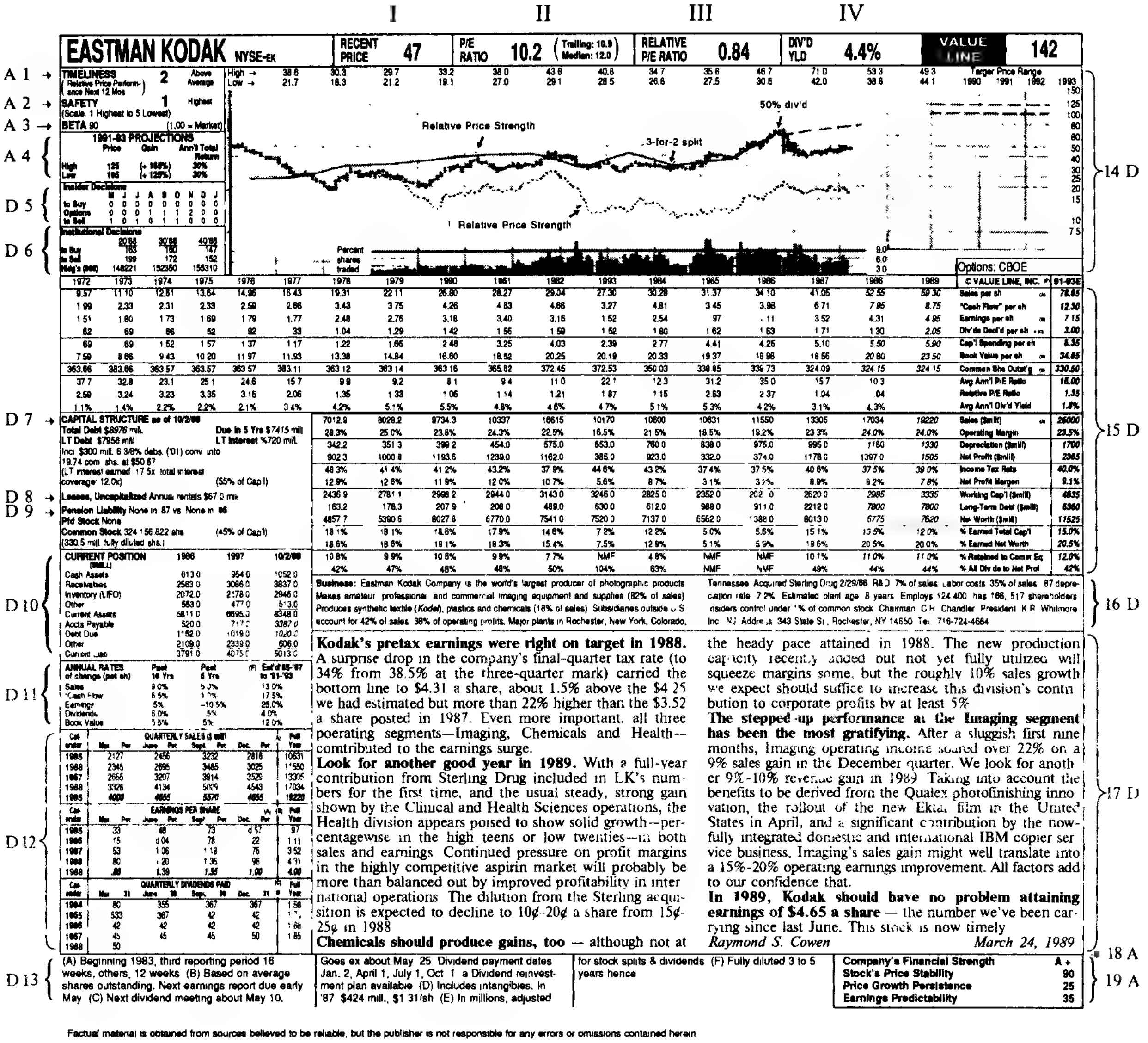
КАК НАЛАДИТЬ КОНТАКТ С МИРОМ ИНВЕСТИЦИЙ

Описательная информация — *это ретроспективные данные об экономической конъюнктуре и состоянии рынка ценных бумаг либо о динамике того или иного финансового инструмента.*

Аналитическая информация — *это находящиеся в распоряжении пользователя текущие данные, предварительная оценка перспектив и рекомендации о возможных вариантах вложения капитала.*

Информация и советы для инвесторов могут иметь либо описательный, либо аналитический характер. **Описательная информация** содержит фактические сведения о состоянии экономики, рынка или данного финансового инструмента в прошлом; **аналитическая информация** содержит текущие сведения, а также подразумевает оценку перспектив и рекомендации о возможностях вложения капитала. Образец страницы из инвестиционного обзора аналитического агентства "Вэлью Лайн", приведенный на рис. 3.1, содержит как описательную, так и аналитическую информацию о компании "Истмэн кодак". Те позиции, которые носят главным образом описательный характер, помечены литерой *D*, а преимущественно аналитические — литерой *A*.

Одни виды информации распространяются бесплатно, другие — только за плату, поштучно или по годовой подписке. Качество и точность информации для инвесторов оценить довольно трудно, но в процессе выбора всегда учитываются определенные экономические соображения о том, какие преимущества дает владение информацией, сколько она стоит и т. д.



1. Ранжирование в баллах по динамике курсов акций (в течение следующих 12 месяцев) — от 1 (высший балл) до 5 (низший балл).
2. Ранжирование в баллах за длительную стабильность — от 1 (высший балл) до 5 (низший балл)
3. Фактор "бета" (чувствительность доходности акций к колебаниям доходности рыночного портфеля, среднее значение для акций, обращающихся на *NYSE*, = 1,00).
4. Прогнозная оценка колебаний средних курсов на следующие 3–5 лет.
5. Решения менеджеров.
6. Решения институциональных инвесторов
7. Структура капитала компании.
8. Оперативная аренда.
9. Пенсионные обязательства.
10. Оборотный капитал.
11. Темпы прироста.
12. Квартальные объемы продаж, выручки, дивидендов: фактические величины за прошлые периоды, оценочные для будущего
13. Примечания под таблицей: с учетом оценки выручки в постоянных ценах, даты выплаты дивидендов.
14. Диапазон колебаний курсов по месяцам за последние 15 лет.
15. Основные финансовые показатели в расчете на одну акцию и в среднем по компании за прошлый период и оценки на будущее
16. Краткое описание специализации компании.
17. Критическая оценка деятельности компании в настоящее время и прогноз на ближайшее будущее.
18. Прочность финансового положения компании
19. Важные индексы надежности.

Отчет, содержащий описательную и аналитическую информацию: все о компании "Истмэн кодак" на 24 марта 1989 г.; составлен агентством *"Вэлью Лайн"*

В этом отчете содержится информация как описательного (под литерой *D*), так и аналитического (под литерой *A*) характера. Примеры описательной информации: "Структура капитала компании" и "Диапазон колебаний курсов по месяцам за последние 15 лет"; примеры аналитической информации: "Баллы за динамику курсов" и "Оценка колебаний средних курсов на следующие 3—5 лет". (*Источник:* Adapted from Arnold Bernhard and Co. *The Value Line Investment Survey, Ratings and Reports*, Edition 1, March 24, 1989, p. 142.)

Комментарии научного редактора к рис. 3.1

Представленный отрывок воссоздает типичную картину финансовой информации об эмитенте. Центральное ее звено — совокупность рейтингов, в которой, по существу, содержится совет аналитического агентства (в данном случае "Вэлью Лайн") по проведению операций. А 1 — это рейтинг "своевременности операций" (*timeliness*), отражающий вероятные колебания курсов в ближайшие 12 месяцев, с высшим баллом, равным 1, и низшим, равным 5; А 2 — это рейтинг долгосрочной надежности (*safety*), в котором высшая степень измеряется 1, а низшая равна 5, наконец, А 3 — это фактор "бета", отражающий систематический риск данного эмитента или подверженность его акций курсовым колебаниям в сопоставлении с колебаниями курсов "идеального рыночного портфеля". Фактор "бета" идеального рыночного набора акций принят за 1. (Содержание фактора "бета", принципы его определения рассматриваются подробнее в гл. 5.) У "Кодака" первые два рейтинга относятся к лучшим, а фактор "бета" показывает, что доходность акций данного эмитента меняется медленнее при любых тенденциях изменений рыночных показателей доходности. Рубрика А 4 дает прогноз агентства по показателю совокупной (полной) годовой доходности акций, в котором учтены возможные текущие дивиденды и приросты капитала, которые, по оценке агентства, можно получить при предполагаемом изменении курсов. Прогноз охватывает 1991—1993 гг. и составлен на основе предполагаемых лучшего и худшего сценариев. Соответственно показатели доходности рассчитаны также по двум вариантам динамики курса. (Подробнее о показателе полной доходности и его интерпретации см. в гл. 5.) Аналитическая часть информации логически завершается рейтингом финансовой надежности А 18, в данном примере это высшая группа надежности — рейтинг А+. Приведены и другие индексы, выражающие качественные характеристики эмитента (А 19): индекс стабильности курса акций, индекс устойчивости роста курса, индекс предсказуемости прибыли.

Описательная часть данного материала начинается с данных о текущем курсе (I), коэффициенте "кратное прибыли"(*P/E*) (II), показывающем "цену" одной единицы чистой прибыли. В обзорах "Вэлью Лайн" принято рассчитывать данный показатель как частное от деления текущего курса акций на средний показатель чистой прибыли на акцию, в котором фактическая чистая прибыль берется за последние шесть месяцев и одновременно учитывается прогнозный показатель чистой прибыли на акцию на предстоящие 6 месяцев. В данной рубрике *II* приводится также среднее значение коэффициента *P/E*, рассчитанное на основе четырех средних, выбранных, в свою очередь, из ряда средних за последние 10 лет. Следующая рубрика, *III*, вновь обращается к этому же показателю, но он теперь представлен в виде относительной величины или через удельный вес текущего показателя *P/E* компании в среднем значении показателя *P/E* для всех акций, включенных в обзор "Вэлью Лайн". В рубрике IV дан прогнозный показатель текущей доходности акций "Истмэн кодак", полученный путем деления ожидаемых за предстоящие 12 месяцев дивидендов на текущий курс акций. В обозначенных на рис. 3.1 буквой D рубриках продолжается описание показателей. В D 5 представлены данные о решениях инвесторов, которые одновременно являются "инсайдерами", т.е. занимают официальные посты в самой компании "Кодак". Здесь описаны последние операции директоров и управляющих компанией по купле-продаже акций "Кодака", о которых они в соответствии с законодательством США обязаны подавать отчеты а Комиссию по ценным бумагам и биржам. Рубрика D 6 отражает решения и операции с акциями "Кодака", осуществленные крупными финансовыми институтами за последние 5 кварталов, количество акций, вовлеченных в эти операции (две верхние строки данной рубрики), и общее количество акций "Кодака", которыми они владеют (последняя строка данной рубрики). Доля финансовых институтов в акционерном капитале эмитента часто рассматривается как один из важных параметров риска ликвидности его акций по принципу: чем выше доля, тем выше их ликвидность, тем ниже риск для инвестора. Рубрика D 7 дает инвестору информацию о структуре капитала "Кодака", т.е. обо всех источниках финансирования на базе его балансовых данных на конкретный день: сумма совокупного долга (строка 1), сумма долгосрочного долга (строка 2), сумма долга, срок до погашения которого составляет 5 лет, сумма процентов по долгосрочным долгам. Отмечены также и частные особенности долга компании, а именно наличие у нее конвертируемых облигаций в обращении на 300 млн. долл., которые должны быть превращены инвесторами в 19,74 млн. шт. ее обыкновенных акций. Всего доля долга в капитале компании составляет 55%, следовательно, 45% активов профинансировано акциями и собственной прибылью. Показан также уровень обеспеченности долга прибылью компании, рассчитанной

до вычетов процентов и налогов: коэффициент "покрытия" процентов по долгосрочным долгам равен 17,5, а всех процентов — 12. Нижняя граница данного коэффициента составляет 6—7, что обычно показывает "покрытие" прибылью процентов по долгам у наиболее надежных эмитентов, относимых к инвестиционной категории надежности. Сообщение этих параметров инвестору позволяет ему правильно оценить финансовый риск при решении вопроса о вложениях не только в долговые ценные бумаги данной компании, но и в обыкновенные акции.

Рубрика D 8 — это еще одно проявление уважительного отношения к инвестору, так как в ней показана информация, прямо не относящаяся к облигациям или акциям компании. Речь идет об арендных платежах, которые платит "Кодак", и способе их отражения в его финансовом отчете. В данном случае агентство сообщает инвастору, что арендные платежи существуют (67 млн. долл.), но договор аренды составлен так, что он не отнесен к финансовой, капитализируемой аренде и не отражен в балансе, а является забалансовым обязательством компании. В рубрике D 9 отражены другие обязательства компании. Так, агентство сообщает, что обязательств по формированию пенсионного фонда сотрудников в настоящее время нет и их не было в течение двух предыдущих лет; нет выпуска привилегированных акций, а по ним, как правило, заранее определяются фиксированные платежи дивидендов, которые по характеру оттока денег из компании аналогичны процентам по прямому долгу. Наконец, приведены данные о количестве обыкновенных акций с учетом так называемого "полного разводнения", т.е. предстоящего дополнительного выпуска акций для конвертирования соответствующего выпуска облигаций компании. Рубрика D 10 отражает состояние оборотного капитала компании за два предыдущих года и на настоящий момент. Также показана структура оборотных активов: денежные средства, дебиторская задолженность клиентов компании, товарно-материальные запасы и метод учета себестоимости (в данном случае ЛАЙФО). Приведена структура текущих обязательств компании.

Рубрика D 11 содержит информацию о динамике роста важнейших показателей, рассчитанных на 1 акцию: выручки за реализованную продукцию; потока денежных средств компании, созданного в основной деятельности за данный период, но рассчитанного самым простым и неточным способом (через прибыль и амортизацию за этот период); прибыли; дивидендов; балансовой стоимости акции, отражающей потенциальную сумму средств, которые можно получить обратно в случае ликвидации компании. В рубрике D 11 показаны не только фактические темпы прироста перечисленных показателей за прошедшие 10 и 5 лет, но и прогнозные на 1991—1993 гг. (последний столбец). Информация о динамике продолжается в рубрике D 12. Здесь данные включают: объемы выручки за реализованную продукцию по кварталам за 1985—1989 гг., а последний столбец — за весь соответствующий год; чистую прибыль на обыкновенную акцию и выплаченные дивиденды за те же периоды. D 13 разъясняет детали расчетов показателей на акцию: продолжительности отчетного периода, ожидаемой даты следующего отчета о прибыли, предполагаемой даты следующего собрания по распределению дивидендов, даты выплаты "экс-дивидендов", коррекции количества акций в обращении нв проводившийся сплит акций, возможной конвертации облигаций (подробнее о значении всех этих данных рассказывается в гл. 6). Рубрика D 14 представляет детали прогноза курса акций "Кодака" на 1990—1993 гг., который лежит в основе рейтинга "своевременности операций", составленного исходя из оптимистичного и пессимистичного вариантов развития событий. Кривая курсов за последние 15 лет на ежемесячной основе отражена в характерных вертикальных штрихах, показывающих верхние и нижние границы курсов за месяц. Кривая, нарисованная сплошной линией, показывает прогноз так назывваемой кривой стоимости акций (или *value line*), которая в интерпретации агентства "Вэлью Лайн", названного так же, как и сама кривая, построена на осноае коэффициента "курс/поток денежных средств". Этот коэффициент относится к числу аналитических, применяемых при оценке акционерного капитала или компании вообще по методу сравнительных рыночных пропорций. В этом примере данный коэффициент равен 9. Рубрика D 15 помогает выявить долгосрочные тенденции в развитии компании, так как в ней предстаалены фактические финансовые показатели за период 1972—1988 гг., а также прогноз этих показателей на 1991—1993 гг. Строки в этой рубрике последовательно показывают аыручку на акцию, поток денежных средств на акцию, чистую прибыль на акцию, дивиденды на акцию, капиталовложения во внеоборотные активы на акцию, балансоаую стоимость акционерного капитала на акцию, количество обыкновенных акций в обращении, среднегодовое значение коэффициента *P/E*, относительное выражение коэффициента *P/E* (о котором речь шла в пункте III), среднегодовую текущую доходность

акций, валовую выручку за реализованную продукцию, норму текущей рентабельности реализации (прибыль от основной деятельности на выручку), амортизацию, чистую прибыль, эффективную ставку налога на прибыль, норму чистой рентабельности реализации (чистую прибыль на выручку), абсолютное значение оборотного нетто-капитала (оборотные активы минус текущие обязательства), сумму долгосрочного долга, балансовую сумму акционерного капитала, норму доходности активов (чистая прибыль, деленная на совокупные активы), норму доходности акционерного капитала (чистая прибыль, деленная на акционерный капитал), долю нераспределенной прибыли в акционерном капитале, долю дивидендов в чистой прибыли.

В рубрике D 16 дано краткое заключение агентства о деятельности компании. В рубрике D 17 показаны некоторые противоречивые тенденции, острые проблемы в деятельности компании, а также более подробно описаны роли каждого сегмента. (Подобная информация описана также на рис. 3.3.)

Какие преимущества дает информация и сколько она стоит?

Важное преимущество информации для инвесторов состоит в том, что она дает им базу для оценки ожидаемого уровня риска и соответствующей ему доходности возможных вложений. Более точные ориентиры риска и доходности позволяют выбрать те финансовые инструменты, характеристики которых согласуются с целями инвестора. Пусть обращение к информации, дающей возможность определить ожидаемые уровни риска и доходности вложений, не гарантирует успеха, но оно не может не помочь принимать более обоснованные и разумные решения. Еще один плюс информации для инвесторов состоит в том, что она может обезопасить инвестора от нежелательных последствий неправильной интерпретации фактов, предлагаемой эмитентом и (или) продавцом финансового инструмента. Неправильная интерпретация вовсе не исключена, несмотря на общепринятые стандарты бухгалтерского учета и финансовой отчетности, а также наличие многочисленных федеральных законов и законодательства на уровне штатов. Для того чтобы избежать крупных неприятностей, связанных с такого рода ошибками, полезно перед принятием решения обратиться к оценке информации, предоставляемой независимыми источниками.

Бесплатную информацию можно получить из газет и журналов, а также у брокерских фирм, причем за более подробными сведениями можно обращаться в университетские и публичные библиотеки и библиотеки брокерских фирм. Но инвестор может также подписаться на издания специализированных фирм, которые рассылают своим клиентам периодические прогнозы инвестиций с рекомендациями тех или иных действий. На такую подписку инвестор затратит определенные суммы денег, но на сбор, чтение и анализ бесплатной информации он затратит немало времени. Поэтому необходимо оценить стоимость возможной информации применительно к размерам собственной инвестиционной программы. Например, экономически бессмысленно тратить 15 ч на поиски информации или 40 долл. на оплату рекомендации, которая увеличит прибыль всего на 27 долл.; в этом случае затраты времени не должны превышать 2 ч, а денежные затраты — 10 долл. Чем крупнее портфель инвестора, тем более оправданны затраты на приобретение информации, так как полученная информация может оказаться полезной сразу для нескольких вложений.

Кроме проблемы стоимости информации, для инвесторов есть также проблема ее качества. Точно так же как и все другие товары и услуги, ин-

формация и советы для инвесторов могут быть лучше или хуже. Нередко цена и качество информации и советов не соответствуют друг другу.

Виды информации и способы ее использования

Для удобства изложения можно разделить информацию для инвесторов на пять видов, каждый из которых относится к одной из важных сторон процесса инвестирования. 1. Экономическая и общеполитическая информация дает общий фон, а также фактический материал для прогнозирования тенденций в экономике, политике и социальной сфере в масштабах страны и всего мира. Такая информация нужна всем инвесторам, так как она лежит в основе оценки самой среды, в которой принимаются решения. 2. Информация о состоянии отрасли или компании дает фактическую картину и прогнозные данные о ее развитии. Этот вид информации используется инвесторами для оценки хода дел в рамках отрасли или компании. Поскольку эта категория информации относится к компании, постольку она наиболее ценна прежде всего для вложений в акции, облигации и опционы. 3. Информация о различных финансовых инструментах обеспечивает данные для прогнозирования поведения других ценных бумаг (кроме акций, облигаций и опционов), а также различных вложений в реальные активы. 4. Информация о ценах содержит текущие котировки цен на различные финансовые инструменты, в частности курсы ценных бумаг. Эти котировки обычно сопровождаются статистическими данными о динамике цен на данные инструменты за последнее время. 5. Информация о стратегиях индивидуальных вложений состоит из рекомендаций по поводу вариантов инвестиционной стратегии или по поводу отдельных операций с финансовыми инструментами. В целом это информация не столько описательная, сколько аналитическая или предназначенная для обучения.

Источники информации

Характеристика всего списка источников информации по каждому виду инвестиций не входит в задачи данной книги; поэтому мы дадим только самые общие сведения о них. Для тех, кто хотел бы иметь более подробные сведения, мы приводим аннотированный список в приложении *А*. В гл. 6—7 подробно описываются те или иные источники информации, относящиеся к конкретным финансовым инструментам или стратегиям инвестирования, и на конкретных примерах показывается, как пользоваться этими источниками. Здесь же мы ограничимся самыми распространенными источниками информации об экономической ситуации, текущих событиях политической жизни, отраслях, компаниях и ценах.

Информация об экономике и текущих политических событиях

Всем инвесторам, конечно же, нужно быть в курсе главных событий экономической и политической жизни. Осведомленность о них и умение увязывать их с поведением различных финансовых инструментов должны сказываться на качестве принимаемых решений. В круг наиболее распространенных источников экономической и общеполитической информации входят финансовые газеты и журналы, газеты общего характера, информационные

выпуски банков и других финансовых институтов, периодические издания об отраслях бизнеса и, наконец, выпуски информации, рассылаемой по подписке.

"Уолл-стрит джорнэл" — это ежедневная газета издательского дома "Доу Джонс". Этот источник финансовой информации имеет наибольшую популярность.

Финансовые газеты и журналы. "Уолл-стрит джорнэл" — самый популярный источник финансовой информации агентства "Доу Джонс энд компани". Это ежедневная газета, выходящая тиражом около двух миллионов экземпляров. Чтобы она давала региональную информацию и вовремя доходила до читателей, ее печатают сразу в нескольких городах страны. В ней помещаются ежедневные котировки нескольких тысяч финансовых инструментов, а также новости — мировые, общеамериканские, местные, относящиеся к отдельным корпорациям. Во вставке "Проницательному инвестору" мы приводим выдержку из одной такой статьи, в которой описывается необычный выпуск акций, предлагаемых на продажу. На первой странице третьей тетрадки "Джорнэл" обычно печатается колонка "Ваши деньги", в которой специально освещаются темы, связанные с проблемами управления финансами индивидуальных инвесторов.

"Бэррон'з" — это еженедельник издательского дома "Доу Джонс", второй по значению источник финансовой информации.

Другой популярный источник финансовых новостей — это "Бэррон'з", еженедельное издание того же агентства. Статьи в "Бэррон'з" более жестко привязаны к чисто финансовым вопросам, чем в "Уолл-стрит джорнэл". "Бэррон'з" обычно помещает более пространные и подробные материалы на различные темы, интересующие индивидуальных инвесторов. Самая популярная колонка в "Бэррон'з" — это, пожалуй, колонка Алана Абельсона "Вдоль по Уолл-стриту". Ее автор критически, нередко даже в юмористических тонах, подает важнейшие события, затрагивающие фондовый рынок, а также отдельные отрасли и компании. В каждом выпуске печатаются и текущие котировки ценных бумаг, и статистические обзоры большого числа финансовых инструментов.

Третья по значению общенациональная деловая газета, "Инвесторз дэйли", выходит пять раз в неделю, с понедельника по пятницу, тиражом 100 тыс. экземпляров. Она похожа на "Уолл-стрит джорнэл", но содержит более подробные сведения о рынке и ценах. Другие источники финансовых новостей — это "Коммершл энд файнэншл кроникл", "Медиа дженерал файнэншл уикли" и "Джорнэл оф коммерс".

Общеполитические газеты. Популярным источником информации является "Ю-эс-эй тудэй", крупнейшая общеамериканская газета, выходящая с понедельника по пятницу и имеющая аудиторию более пяти миллионов читателей ежедневно. В каждом номере этой газеты есть раздел "Деньги", посвященный новостям бизнеса и вопросам, интересующим индивидуальных инвесторов, а также даны текущие курсы ценных бумаг и короткие статистические сводки.

Местные газеты тоже являются удобным для читателя источником текущей финансовой информации. В большинстве городов с численностью населения более 200 тыс. человек ежедневные газеты посвящают финансовой и деловой информации по две и более полос. Газеты крупнейших городов, такие, как "Нью-Йорк таймс" или "Лос-Анджелес таймс", публикуют различную финансовую информацию для инвесторов. Практически все крупнейшие газеты помещают сведения о курсах акций на главных фондовых биржах США, котировки акций местного значения, сводки и индексы средних курсов акций по главным биржам. Чтение финансовых страниц мест-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

"Ш-ш, хотите акции публичного дома?"

Тысячи инвесторов, готовых купить выпущенные на рынок в середине 1989 г. акции первого в стране акционерного публичного дома, были встречены "холодным душем".

Первый выпуск акций (на сумму в 23,3 млн. долл.) компании "Мустанг ранч", крупнейшего легального публичного дома в шт. Невада, был широко разрекламирован. Но размещение этого выпуска было разрешено только в 10 штатах. Менеджеры "Мустанг ранч" объяснили, что остальные инвесторы оказались за бортом, потому что их брокеры не вошли в эмиссионный синдикат — гарант размещения выпуска.

Поэтому, сказали члены эмиссионного синдиката, пришлось отвергнуть массу предложений, но вместе с тем до заявленной суммы не удается добрать 5 млн. долл., ведь 10 мая им предстоит закончить сбор заявок. Менеджеры "Мустанг ранч" говорят, что они еще не решили, будут ли менять объем и параметры выпуска.

"Инвесторы проявили к нам колоссальный интерес, но будет размещено только 75% выпуска", — говорит Эрик Уоллога, президент "Америкен Уолл-стрит секьюритиз" из г. Тампа, головной компании эмиссионного синдиката.

• • •

"Мустанг ранч" собирается продавать свои акции на внебиржевом рынке через систему *NASDAQ* под символом *MARI*. Как говорит Э. Уоллога, предполагается продать 1 млн. 165 тыс. акций по 20 долл. через синдикат, в который вошли 40 посредников, главным образом независимых брокеров, а не крупных брокерских компаний Уолл-стрита.

Главный исполнительный директор "Мустанг ранч" Питер Перри считает, что крупные брокерские компании не хотят ставить свое имя под первоначальным предложением этих акций и ждут начала открытых торгов, после чего они будут выполнять поступающие к ним заказы.

Но некоторые фирмы с этим не согласны. «Нам прислали проспект эмиссии, но мы не увидели в нем ничего особенно привлекательного для наших клиентов, — говорит Александр Дейгнолт, исполнительный директор фирмы "Алекс Браун энд санс" из Балтиморы. — Из наших отделений не поступало никаких сведений о том, что кто-то проявляет интерес к этим акциям».

Ясно, что перспектива купить долю в капитале публичного дома вдохновляет далеко не всех. "Мне говорили: Господь Бог осудит нас за это", — рассказывает м-р Уоллога, которого такие речи нисколько не огорчают. Он говорит, что "Мустанг ранч" собирается заняться также побочными видами деятельности, например сбытом спортивных маек и, возможно, организацией телевизионных шоу. «Кто может поручиться, что "Мустанг ранч" не придет к полной смене профиля?» — добавляет он.

Кроме того, м-р Уоллога признает, что инвесторов привлекли финансовые перспективы "Мустанг ранч". В 1987 г. чистая прибыль фирмы составила 917 тыс. долл. при валовом доходе в 5,3 млн. долл.

Вполне возможно, что многих инвесторов заинтересовала необычность этого вложения. Для пущего соблазна некоторым инвесторам предложены подписанные автором репродукции картины Лероя Неймана, изображающие сцены в "Мустанг ранч". «"Мустанг ранч" привлекает и опытных инвесторов, и новичков, — говорит м-р Уоллога. — И почти никто не спрашивает о доходности этих акций».

[*P.S.* Предложение было неудачным, так как к крайнему сроку, 10 мая, акции на 5 млн. долл. не были выкуплены. Ведущий гарант, фирма "Америкен Уолл-стрит секьюритиз", начала переговоры о продолжении продажи до 31 октября 1989 г., чтобы получить возможность изменить структуру предложения.]

Источник: Sonia Steptoe, "Investors Eager to Buy Shares in Brothel are Being Turned Away in Many States", *The Wall Street Journal*, May 1, 1989, p. C1.

ных газет — это сравнительно дешевый способ получения информации об основных финансовых событиях.

Информационные выпуски. Полезную информацию публикуют ежемесячные экономические бюллетени ведущих банков страны, таких, как "Бэнк оф Америка" (Сан-Франциско), "Ситибэнк" (Нью-Йорк) или "Харрис траст" (Чикаго). Для того чтобы держать своих клиентов в курсе важнейших событий, многие брокерские фирмы подписываются на информацию, передаваемую агентствами новостей по телетайпу: "Доу Джонс", "Ассошэйтед пресс" и ЮПИ ("Юнайтед пресс интернешнл").

Специальная деловая пресса. Деловая пресса весьма разнообразна: в ней есть общеэкономические издания, публикующие статьи общего характера, и есть специальные издания, посвященные рынку ценных бумаг и всему, что с ним связано, или отдельным отраслям, или инвестициям в реальные активы. Большинство финансовых изданий, какие бы темы ни затрагивались, дают информацию описательного характера, хотя иногда публикуется и аналитическая. Правда, они редко дают какие-либо рекомендации.

Общие статьи по экономике и бизнесу публикуются в таких периодических изданиях, как "Ньюс уик" (раздел "Бизнес"), "Тайм" (раздел "Экономика и бизнес") и "Ю.С. ньюз энд уорлд рипорт" (раздел "Бизнес"). Есть также ряд периодических изданий, посвященных только бизнесу и финансам. К ним относятся "Бизнес уик", "Форчун", "Бизнес манс" и "Нэйшнз бизнес". Есть и другие издания, публикующие материалы общего характера по экономике и бизнесу: это правительственные издания, такие, как "Федерал резерв буллетин" и "Сэрвей оф каррент бизнес".

Статьи о ценных бумагах и фондовом рынке можно встретить в некоторых периодических изданиях по финансам. Самые основательные и серьезные статьи печатаются в "Форбс", "Чейнджинг таймс" и "Мани". "Форбс", выходящий раз в две недели, больше других освещает проблемы, связанные с инвестициями. Ежегодно в январе он дает "Годовой обзор американской промышленности", в котором приводятся сравнительные данные о росте и итогах деятельности ведущих отраслей промышленности за последние пять лет. Ежегодно в августе "Форбс" публикует сравнительные данные о деятельности взаимных фондов. "Чейнджинг таймс" и "Мани" выходят ежемесячно и содержат разнообразные статьи об управлении личными финансами. В каждом номере также бывают статьи об инвестировании.

На более опытных инвесторов рассчитаны популярные журналы "Файнэншл уорлд", "Персонал инвестор" и "Уолл-стрит транскрипт". "Файнэншл уорлд" выходит раз в две недели и помещает статьи о фондовом рынке, отдельных отраслях и компаниях. Подписчики периодически получают статистические данные об акциях, котируемых на бирже, как обыкновенных, так и привилегированных, и о взаимных фондах. (Издается также ежегодный справочник по акциям ведущих компаний.) "Персонал инвестор" — это ежемесячное издание, рассчитанное на широкую публику, оно содержит статьи о разнообразных финансовых инструментах и стратегиях инвестирования. "Уолл-стрит транскрипт" аналогичен "Файнэншл уорлд" в том смысле, что он тоже дает как информацию для инвесторов, так и аналитические материалы. Есть также издания, в большей мере ориентирующиеся на профессионалов: "Файнэншл аналистс джорнэл", "Мани менеджер", "Инститьюшнл инвестор",

"Пеншн энд инвестмент эйдж", "Джорнэл оф портфолио менеджер", "*AAII* джорнэл". Все они дают аналитические материалы и информацию, рассчитанную на профессионалов и самых опытных индивидуальных вкладчиков.

Информационные выпуски, рассылаемые по подписке. Для тех, кто хочет более глубоко понимать условия экономики и бизнеса, в дополнение ко всему разнообразию изданий по финансам и бизнесу имеются специальные выпуски, рассылаемые по подписке. В этих выпусках нередко даются прогнозы развития экономики и деловой активности, а также уведомления о последних шагах правительства, о планах и тактике профсоюзов, о налогах, ценах, зарплатах и т.д. Один из самых популярных выпусков такого рода — это "Киплинджер Вашингтон леттер", ежемесячный бюллетень, годовая подписка на который стоит 50 долл. Он дает большое количество экономической информации и аналитических материалов. Среди других подписных бюллетеней, посвященных общеэкономической информации, следует отметить "Персонал файнэншл леттер" издательства "Макгроу-хилл", а также "Бэбсон рипорт" и "Веллингтон файнэншл леттер".

Информация по отраслям и фирмам

Информация по отдельным отраслям и фирмам представляет особый интерес для инвесторов. Нередко, выбрав отрасль, в которую он хотел бы вложить деньги, инвестор в поисках финансовых инструментов переходит к ознакомлению с данными о конкретных фирмах. В отраслевых изданиях, например "Кемикл уик", "Америкен бэнкер", "Компьютер", "Паблик ютилитиз фортнайтли", "Брюерз дайджест", можно найти общие материалы о состоянии соответствующих отраслей. Есть еще более конкретные издания, обращенные к широкому кругу пользователей: это отчеты компаний перед акционерами, информация, распространяемая по подписке, материалы брокерских фирм и инвестиционные письма.

Годовой финансовый отчет — *это отчет, публикуемый ежегодно каждой открытой акционерной компанией; содержит разнообразную информацию, в том числе финансовые отчеты компании за последний финансовый год.*

Форма 10-К — *это отчет, который все фирмы, котирующие свои акции на фондовых биржах и на общенациональном внебиржевом рынке, составляют для Комиссии по ценным бумагам и биржам.*

Годовой финансовый отчет. Прекрасным источником самой свежей информации о работе отдельных компаний являются их **годовые отчеты перед акционерами**, ежегодно публикуемые всеми акционерными обществами открытого типа. В них содержится разнообразная информация, в том числе финансовые отчеты компаний за последний отчетный период*, а также сводные отчеты за несколько предыдущих лет. На рис. 3.2 приведен образец отчета компании "Истмэн кодак" перед акционерами за 1988 г. Эти отчеты распространяются бесплатно, и они дают необходимую информацию об акционерных компаниях открытого типа. Серьезные инвесторы, кроме этих отчетов, заглядывают также в **форму 10-К** — отчет, который все компании, котирующие свои акции на фондовых биржах и общенациональном внебиржевом рынке, обязаны подавать в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

Информация, распространяемая по подписке. Ряд агентств занимается обработкой информации по отраслям и фирмам и распространяет ее по подписке. Обычно подписчик уплачивает базовый взнос, в счет которого он будет получать определенные издания, содержащие свежую, а также периоди-

* К таким отчетам относят баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и отчет об изменениях в акционерном капитале. (*Прим. науч. ред.*)

Итоги года в цифрах

Компания "Истмэн кодак" и ее дочерние фирмы

(все показатели, за исключением показателей в расчете на одну акцию, — в млн. долл.)	1988 г*	1987 г	Прирост
Выручка за реализованную продукцию	17 034	13 305	+28%
Прибыль от текущей деятельности	2 938	2 111	+39%
Чистая прибыль	1 397	1 178	+19%
доля в выручке	8,2%	8,9%	
в расчете на одну обыкновенную акцию	4,31	3,52	
Дивиденды наличными, объявленные к выплате	616	572	
в расчете на одну обыкновенную акцию	1,90	1,71	
Среднее число обыкновенных акций в обращении	324,2	334,7	
Количество акционеров на конец года	174 110	168 517	
Нетто-активы (акционерный капитал)	6 780	6 013	+13%
Приращение основных средств	1 914	1 652	+16%
Амортизация	1 057	962	+10%
Заработная плата рабочих и служащих и прочие выплаты персоналу	5 469	4 645	+18%
на территории США	87 900	81 800	+ 7%
во всех других странах	145 300	124 400	+17%

* В данные о выручке, активах, численности занятых включены сведения о компании "Стерлинг драг" с момента ее приобретения (23 февраля 1988 г).

Содержание

1 *Комментарий руководства компании*
4 *Фототовары*
10 *Системы сбыта и информации*
16 *Химические продукты марки "Истмэн"*
20 *Компания фирмы "Стерлинг драг"*
24 *Различные технологии и научные разработки*
28 *Финансовый обзор*
32 *Финансовая отчетность*
44 *Торговая марка "Кодак"*
46 *Совет директоров*
48 *Сведения о высшем управленческом аппарате*

РИС. 3.2. **Страница из отчета компании перед акционерами (компания "Истмэн кодак", 1988 г.)**

Эта краткая информация на внутренней стороне обложки отчета компании "Истмэн кодак" информирует инвестора об основных аспектах деятельности фирмы за последние годы, а также о содержании отчета. (*Источник:* Eastman Kodak Company, 1988 Stockholder's Report. Rochester, New York: Eastman Kodak Company, 1988.)

чески обновляемую информацию. Кроме этих основных изданий, подписчик за отдельную плату может покупать и другие, дающие информацию более широкого или, наоборот, углубленного характера. Большинство агентств публикуют как описательную, так и аналитическую информацию, но, как правило, не дают никаких рекомендаций. На эти издания подписываются корпорации, банки, страховые компании, брокерские фирмы, библиотеки, а также индивидуальные подписчики. Но большинство инвесторов не подписываются на эти издания, а берут их у своих брокеров либо в крупных публичных или университетских библиотеках. Главные агентства, распространяющие информацию по подписке, — это корпорация "Стэндард энд пур'з", агентства "Муди'з инвестор сёрвисиз" и "Вэлью Лайн инвестмент сёрвей".

Корпорация "Стэндард энд пур'з" (*S&P*) — *это издатель ряда финансовых сводок и обзоров, в том числе "Корпорейшн рекордс" (обзоры корпораций) и "Сток рипортс" (сводки динамики акций).*

Корпорация "Стэндард энд пур'з" (*S&P*) издает примерно 25 различных финансовых отчетов и обзоров. Ее главное издание — "Корпорейшн рекордс" (обзоры корпораций) — содержит подробные описания выпусков ценных бумаг, находящихся в открытой торговле. Другой важный материал этого агентства — "Сток рипортс" (сводки динамики акций) — содержит сводки самой свежей информации о фирмах. Каждая такая сводка — это краткие сведения о финансовом состоянии фирмы в прошлом, ее текущем финансовом положении, а также о перспективах (только для небольшого круга компаний). Образец такой сводки компании "Истмэн кодак" от 16 ноября 1988 г. приведен на рис. 3.3. Информация "Стэндард энд пур'з" по отраслям и фирмам дает общие сведения, оценку прошлого, настоящего и будущего положения в ряде отраслей. Дополнительные издания *S&P* — "Руководство по акциям" и "Руководство по облигациям". Это ежемесячные издания, содержащие информацию о важнейших акциях и облигациях, а также описательные данные и результаты анализа надежности ценных бумаг или их рейтинг по степени привлекательности для инвесторов. На рис. 3.4 показаны на развороте две страницы из "Руководства по акциям" от марта 1989 г. Акциям "Истмэн кодак" присвоен рейтинг *А* — свидетельство о принадлежности к группе инструментов с самым высоким рейтингом. Среди других заслуживающих упоминания публикаций *S&P* — еженедельный журнал "Аутлук", в котором размещаются аналитические статьи, содержащие советы инвесторам по поводу состояния рынка, а также по поводу отдельных отраслей или ценных бумаг.

Агентство "Муди'з инвестор сёрвисиз" — *это издатель различных финансовых справочников, в том числе "Муди'з мэнюэлз".*

Агентство "Муди'з инвестор сёрвисиз" публикует много полезных материалов. Главное его издание — это справочники "Муди'з мэнюэлз", аналогичные "Обзорам корпораций" *S&P*. Это серия из шести справочников, причем в каждом содержатся разнообразные сведения обо всех крупных фирмах, сгруппированных по сферам бизнеса, в том числе их история и текущие сведения о финансовом состоянии, организационном построении и деятельности. Чтобы справочники не устаревали, подписчикам время от времени рассылаются дополнения к ним. Другие публикации — справочник "Хэндбук оф коммон стокс", содержащий информацию о более чем 1000 выпусков обыкновенных акций; "Дивиденд рекорд", содержащий последние объявления о выплате дивидендов несколькими тысячами компаний; "Бонд сёрвей", еженедельный выпуск о состоянии рынка и новых выпусках облигаций, и "Бонд рекорд", ежемесячник, в котором публикуются курсы и проценты по нескольким тысячам выпусков облигаций.

Eastman Kodak 802

I NYSE Symbol EK Options on CBOE(Jan-Apr-Jul-Oct) In S&P 500

II Price	Range	P-E Ratio	Dividend	Yield	S&P Ranking	Beta
Nov. 8'88	1988					
$45\frac{1}{2}$	$53\frac{1}{4}$-$39\frac{1}{8}$	11	2.00	4.4%	A-	0.88

III Summary

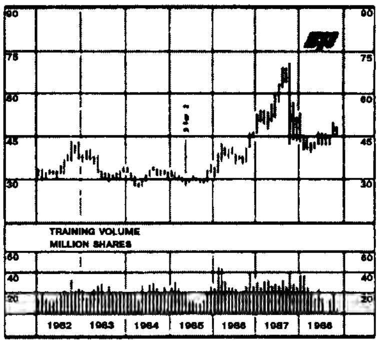
Eastman Kodak is the world's largest maker of photographic products, and also manufactures synthetic fibers, plastics and chemicals. In February, 1988 EK acquired Sterling Drug Inc., substantially expanding its presence in the health care area. A patent infringement suit brought by Polaroid Corp. could result in EK paying a large damage award or settlement in the future.

IV Current Outlook

Earnings for 1989 are estimated at \$4.65 a share, up from the \$4.25 expected for 1988. Estimates exclude a potentially large damage award or settlement related to the Polaroid patent infringement suit.

The dividend was raised 11%, to \$0.50 quarterly from \$0.45, with the October 1988 payment.

Revenue and operating profit growth is expected in all three of EK's business segments in 1989. Interest expense is likely to be higher and the Sterling Drug acquisition is expected to again be dilutive to profits. Earnings growth in 1988 has been helped by a lower tax rate.



V Sales (Billion \$)

Period:	1988	1987	1986	1985
12 Wks. Msr.	3.33	2.86	2.35	2.13
12 Wks. Jun.	4.13	3.21	2.69	2.46
16 Wks. Sep.	5.03	3.91	3.48	3.23
12 Wks. Dec.	—	3.53	3.03	2.82
	—	13.31	11.55	10.63

Sales for the 40 weeks ended October 2, 1988 increased 28%, year to year. Pretax income rose 7.00%, and after taxes at 38.5%, versus 43.2%, net income was up 16%, to \$3.35 a share (on 4.0% fewer shares) from \$2.77.

VI Common Share Earnings (\$)

Period.	1988	1987	1986	1985
12 Wks. Mar.	0.80	0.53	0.15	0.33
12 Wks. Jun.	1.20	1.07	d0.04	0.48
16 Wks. Sep.	1.35	1.18	0.78	0.73
12 Wks. Dec.	E0.90	0.75	0.22	d0.57
	E4.25	3.52	1.11	0.97

Important Developments VII

Nov. '88 — In the 1988 third quarter sales of Eastman Kodak's imaging segment (about 62% of sales) rose 8.2%, year to year, and operating profit was up 9.3%. Results of EK's U.S. photofinishing business were not included following their contribution to a joint venture (of which EK owns 49%) in late March. Chemical sales (19%) were up 18% in the quarter and segment profits rose 34%. Health segment sales (22%) more than tripled, mostly due to the February, 1988 acquisition of Sterling Drug Inc., and profit in the quarter was up 31%, but most of the rise was offset by higher interest expensa, largely acquisition-related. About 40% of the company's total third quarter sales were outside the U.S.

Next earnings report expected mid-February.

VIII Per Share Data (\$)

Yr. End Dec. 31	1987	1986	1985	[1]1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978
Book Value	17.23	17.71	18.85	20.37	20.18	20.25	18.37	16.58	14.83	13.35
Earnings	3.52	1.11	0.97	2.54	1.51	3.17	3.41	3.18	2.75	2.49
Dividends	1.71	$1.62\frac{3}{4}$	$1.62\frac{1}{4}$	1.60	$1.57\frac{7}{8}$	$1.57\frac{7}{8}$	$1.55\frac{1}{2}$	$1.42\frac{1}{4}$	$1.28\frac{7}{8}$	$1.03\frac{1}{2}$
Payout Ratio	47%	147%	166%	61%	104%	51%	48%	45%	47%	42%
Praces—High	71	$48\frac{3}{4}$	$35\frac{1}{2}$	$34\frac{3}{4}$	$40\frac{3}{4}$	$43\frac{5}{8}$	$37\frac{7}{8}$	$33\frac{1}{4}$	$29\frac{3}{4}$	$30\frac{3}{8}$
Low	$41\frac{7}{8}$	$30\frac{1}{2}$	$27\frac{3}{8}$	$26\frac{3}{4}$	$28\frac{1}{2}$	29	$26\frac{7}{8}$	19	$21\frac{1}{4}$	$18\frac{3}{8}$
P / E Ratio—	20 - 12	42 - 28	37 - 28	14 - 11	27 - 19	14 - 9	11 - 8	10 - 6	11 - 8	12 - 7

Data as orig. reptd Adj for stk. div(s) of 50% Oct, 1987 50% May 1985 1 Reflects merger or acquisition d-Deficit. E-Extimated

Standsrd NYSE Stock Reports
Vol. 55 / No. 222 / Sec. 8

November 16, 1988

Copyright © 1988 Standard & Poor's Corp. All Rights Recerved

Standard & Poor's Corp.
25 Broadway, NY, NY 10004

Стандартная справка о компании "Истмэн кодак", прилагаемая к сводке акций *NYSE*, опубликованной агентством "Стэндард энд пур'з"(16 ноября 1988 г.)

Сводки, публикуемые агентством "Стэндард энд пур'з", дают краткую описательную и аналитическую информацию о тысячах компаний, акции которых обращаются на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах и на внебиржевом рынке. (*Источник:* Standard & Poor's Corporation, Standard NYSE Stock Reports. New York, Standard & Poor's Corporation, November 16, 1988.)

802 Eastman Kodak Company

IX **Income Data (Million $)**

Year Ended Dec. 31	Revs.	Oper. Inc.	% Oper. Inc. of Revs.	Cap. Exp.	Depr.	Int. Exp.	[1]Net Bef. Taxes	Eff. Tax Rate	Net. Inc.	% Net Inc. of Revs.
1987	13,305	3,073	23.1	1,652	962	230	1,984	40.6%	[2]1,178	8.9
1986	11,550	2,200	19.0	1,438	956	235	598	37.5%	374	3.2
1985	10,631	1,955	18.4	1,495	831	183	530	37.4%	332	3.1
[3]1984	10,600	2,305	21.7	970	758	114	1,624	43.2%	923	8.7
1983	10,170	1,679	16.5	889	652	117	1,020	44.6%	565	5.6
1982	10,815	2,435	22.5	1,500	575	89	1,872	37.9%	1,162	10.7
1981	10,337	2,512	24.3	1,190	452	84	2,183	43.2%	1,239	12.0
1980	9,734	2,296	23.6	902	399	46	1,963	41.2%	1,154	11.9
1979	8,028	2,012	25.1	603	363	25	1,707	41.4%	1,001	12.5
1978	7,013	1,989	28.4	442	344	19	1,681	48.3%	902	12.9

X **Balance Sheet Data (Million $)**

		Curr.			Total	Ret. On	Long	Common		% LT Debt	Ret. On
Dec. 31	Cash	Assets	Liad.	Ratio	Assets	Assets	Term Debt	Equity	Total Cap.	of Cap.	Equity
1987	954	6,695	4,075	1.6	14,451	8.8%	2,212	6,013	9,633	23.0	19.4%
1986	613	5,811	3,791	1.5	12,902	3.0%	911	6,388	8,508	10.7	5.8%
1985	813	5,677	3,325	1.7	12,142	2.9%	988	6,562	8,598	11.5	4.9%
1984	1,011	5,131	2,306	2.2	10,778	8.8%	409	7,137	8,269	4.9	13.0%
1983	1,562	5,420	2,172	2.5	10,928	5.2%	416	7,520	8,542	4.9	7.5%
1982	1,018	5,289	2,146	2.5	10,622	11.5%	350	7,541	8,337	4.2	16.1%
1981	1,122	5,063	2,119	2.4	9,446	13.6%	93	6,770	7,212	1.3	19.3%
1980	1,585	5,246	2,247	2.3	8,754	14.1%	79	6,028	6,378	1.2	20.2%
1979	1,541	4,522	1,741	2.6	7,554	13.9%	76	5,391	5,703	1.3	19.5%
1978	1,379	4,000	1,563	2.6	6,801	14.2%	76	4,858	5,144	1.5	19.6%

Data as orig. reptd. 1. Incl. equity in earns. of nonconsol. subs. 2. Reflects accounting change. 3. Reflects merger or acquistion.

XI **Business Summary**

Eastman Kodak is the largest producer of photographic products in the world, and is an important manufacturer of chemicals, fibera and plastics. In February 1988. EK acquired Sterling Drug Inc., whose products include prescription and over-the-counter medicines and other consumer products. Prior to 1988, health care-related results were included in EK's imaging segment. Industry segment contributions in 1987.

	Sales	Profits
Imaging	82%	82%
Chemicals	18%	18%

Sales to customers outside the U.S. accounted for 40% of sales in 1987.

EK manufactures a wide variety of imaging products, including cameras, projectors, films, processing services, photographic papers, photofinishing equipment, audiovisual equipment, and office copy, microfilm and other business equipment. Also, EK's Verbalim unit provides flexible magnetic media for smell computers. Recent product introductions include the VR line 35-millimeter cameras and two new lines of batteries (Suprelife alkaline and Ultralife lithium).

EK's chemical products are used primarily by manufacturers, including their use by EK in the manufacture of photographic products. Principal chemical product areas are olefin (ethylene and propylene), acetyl, polyester and specialty chemicals. Areas in which EK products are used include textiles and plastics packaging.

Dividend Data XII

Dividends have been paid since 1902. A dividend reinvestment plan is available.

Amt. of Divd. $	Date Decl.	Ex-divd. Date	Stock of Record	Payment Date
0.45	Sep. 11	Nov. 24	Dec. 1	Jan. 4'88
0.45	Feb. 12	Feb. 24	Mar. 1	Apr. 1'88
0.45	May 11	May 25	Jun. 1	Jul. 1'88
0.50	Aug. 12	Aug. 26	Sep. 1	Oct. 3'88

Next dividend meeting: Nov. 11'88.

Finances XIII

In October, 1986 the U.S. Supreme Court denied a petition by EK appealing Polaroid's lower court victories in a patent infringement suit.

Capitalization XIV

Long Term Debt: $7,440,000,000.

Common Stock: 324,154,384 shs. ($2.50 par). Institutions hold about 48%. Shareholders of record: 168,517.

Office 343 State St., Rochester, N.Y. 14850. Tel.—(716 724-4000. Shumn ^ CEJ—C Pres—K R. Whitmor Secy—A.P Donoven. Trese—C.M. Hamilton. Investor Contact—G. F. Steenberge (716) 724-4365. Dirs—R. E. Anderson, J. F Burlingame, C H. Chandler, K. M. Cole, M. L. Collins, C. T. Duncan, W. A. Fallon, J. M Kreps, C. D. Quillien, Jr, T F Reid, J P. Samper, D S Saxon, P. L. Smith, W. L Sutton, K. R Whitmore. Transfer Agents & Registrars—Chase Lincoln First Bank of Rochester, N Y.; First Jersey National Bank, Jersey City Incorporated in New Jersey in 1901. Empl—124,400.

Information has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy and completeness are not guaranteed. Tom Graves, CFA

(окончание)

Комментарии научного редактора к рис. 3.3.

I. Символ компании "Истмэн кодак" на Нью-Йоркской фондовой бирже. Опционы на акции компании обращаются на Чикагской бирже и выписываются со сроками исполнения в январе, апреле, июле, октябре. Включена в индекс "Стэндард энд пур'з 500".

II. Курс. Колебания курса. Коэффициент "кратное прибыли". Дивиденды на акцию. Текущая доходность. Категория рейтинга в системе "Стэндард энд пур'з". Фактор "бета"[1].

III. Заключение о компании

Компания "Истмэн кодак" является лидером мирового производства фотопродукции, а также выпускает синтетические волокна, пластмассы и химикаты. После приобретения в феврале 1988 г. "Стерлинг драг" компания расширила свое участие в производстве и сбыте продукции здравоохранения. Судебный иск о патентной защите, предъявленный "Кодак" компанией "Полароид", может привести к крупным расходам, связанным со штрафными санкциями и судебными издержками.

IV. Текущее состояние

Чистая прибыль на обыкновенную акцию[2] в 1989 г. оценивается в 4,66 долл., что означает возрастание по сравнению с 4,25 долл. в 1988 г. Данные оценки не включают возможные затраты в связи с судебным иском, предъявленным компанией "Полароид".

Дивиденд вырос на 11%, квартальный дивиденд составил 0,50 долл. по сравнению с 0,45 долл. в октябре.

Во всех трех сегментах бизнеса компании ожидается рост выручки за реализованную продукцию и прибыли от основной деятельности. Затраты на выплату процентов возрастут, и в результате приобретения "Стерлинг драг" в 1989 г. произойдет "разводнение" акционерного капитала[3]. Рост чистой прибыли в 1988 г. в значительной степени вызван снижением ставки налога на прибыль.

V Выручка за реализованную продукцию (в млрд. долл.)
(см. табл. на рис. 3.3):
Период
За 12 недель, март
За 12 недель, июнь
За 16 недель, сентябрь
За 12 недель, декабрь

Выручка за реализованную продукцию за 40 недель, закончившиеся 2 октября 1988 г., выросла на 28% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года.

---

[1] Этот показатель отражает меру чувствительности динамики показателя доходности акций данной компании к изменениям средневзвешенной доходности акций, котируемых на крупной бирже. Поэтому он рассматривается как индикатор чувствительности к неустранимым рискам данного фондового рынка. Подробнее фактор "бета" рассматривается в гл. 5.

[2] Показатель прибыли на акцию рассчитывается как частное от деления чистой прибыли компании за вычетом дивидендов на привилегированные акции на количество обыкновенных акций в обращении. Измеряет прибыль, которой могут располагать акционеры при решении различных вопросов развития компании и выплаты дивидендов. Таким образом, он дает количественную оценку интересов собственников акционерной компании и относится к типичным показателям, включаемым в финансовые сводки о компании-эмитенте.

[3] "Разводнение" акционерного капитала означает снижение показателя прибыли на акцию, которое может сопровождать некоторые операции слияния и поглощения компаний. Возникает тогда, когда при объединении компаний совокупная чистая прибыль растет медленнее, чем количество акций в обращении, что может быть вызвано, к примеру, ростом затрат на выплату процентов по ссудам, которые пришлось взять для проведения слияния или поглощения. Как правило, "разводнение" капитала рассматривается потенциальными инвесторами как негативное явление, оказывающее понижательное влияние на курс акций.

Прибыль до налогообложения возросла на 7%, а прибыль после выплаты налогов — на 38,5% (против 43,2%). Чистая прибыль[4] возросла на 16%, и показатель прибыли на акцию составил 3,35 долл.(в расчете на количество акций, снизившееся на 4%) по сравнению с 2,77 долл. за предыдущий период.

VI. Прибыль на обыкновенную акцию
(см. табл. на рис. 3.3):
Период
За 12 недель, март
За 12 недель, июнь
За 16 надель, сентябрь
За 12 недель, декабрь

VII. Важные тенденции

К ноябрю 1988 г. выручка за реализованную продукцию по группе фототоваров, которая составляет до 62% объема реализации, за III квартал выросла на 8,2%, а прибыль от основной деятельности — на 9,3%. Выручка за реализацию химикатов, составляющих 19% объема реализации всей компании, выросла на 18% за квартал, а прибыль от основной деятельности в данном сегменте бизнеса[5] — на 34%. Выручка по сегменту товаров здравоохранения более чем утроилась, главным образом благодаря приобретению компании "Стерлинг драг", прибыль также утроилась. Совокупная прибыль компании от основной деятельности[6] возросла на 31%, но этот прирост был нивелирован более высокими, чем в предыдущий период, затратами на выплату процентов, связанными с присоединением компании "Стерлинг драг". Около 40% совокупной выручки за реализованную продукцию получено от зарубежных операций компании.

VIII. Данные на акцию (в долл.)
(см. табл. на рис. 3.3):
На 31 декабря
Балансовая стоимость[7]
Прибыль
Дивиденды
Коэффициент выплаты дивидендов
Курсы высокий
низкий
"Кратное прибыли"

Данные из финансовой отчетности компании. Скорректированы на дивиденды, выплаченные акциями по ставке 50% в октябре 1987 г. и 50% — в мае 1985 г. 1. Отражают слияния; *d* — недостаток информации; *e* — оценка.

Источник:

Стандартные отчеты об акциях Нью-Йоркской фондовой биржи. Том 55, № 222, раздел 8.

---

[4] Чистая прибыль — это заключительный показатель отчета о прибыли американской корпорации. На его формирование влияет не только прибыль после выплаты налогов на прибыль, но еще и прибыль (или убытки) по чрезвычайным статьям, т.е. прибыль (или убытки), которую нельзя учитывать при расчете налогооблагаемой прибыли. Таким образом, возможны ситуации, когда чистая прибыль ниже прибыли после выплаты налогов. Однако именно чистая прибыль учитывается в показателе прибыли на акцию.

[5] Выделение сегмента бизнеса — это один из общепринятых учетных принципов, обязательных для американских компаний. Составляя годовой отчет, бухгалтер обязан выделить отдельные отчеты по каждому направлению бизнеса, которое отвечает критериям сегмента. Например, сегментом необходимо считать направление бизнеса, в котором создается 10% выручки, или 10% прибыли, или сосредоточено 10% активов компании.

[6] Основная деятельность в многопрофильной американской компании охватывает доходы от материальных активов, а значит, не включает доходы от финансовых и нематериальных активов. Исключаются также случайные прибыли (или убытки) от продажи активов, что соответствует российскому понятию внереализационных доходов.

IX. Данные из отчетов о прибыли (в млн. долл.)

(см. табл.)

За отчетный год на 31 декабря.

Выручка. Прибыль от основной деятельности. Удельный вес прибыли от основной деятельности в выручке. Капиталовложения[7]. Годовая амортизация. Затраты на выплату процентов. Прибыль до налогов. Эффективная ставка налога[8]. Чистая прибыль. Удельный вес чистой прибыли в выручке.

X. Балансовые данные (в млн. долл.)

На 31 декабря. Денежные средства[9]. Оборотные активы. Текущие обязательства. Коэффициент покрытия[10]. Совокупные активы. Доходность активов[11]. Долгосрочная задолженность. Выпуски обыкновенных акций. Капитализация[12]. Удельный вес долгосрочного долга в капитализации. Доходность акционерного капитала[13].

(см. табл.)

Данные из финансовых отчетов компании: 1. Прибыль до налогов включает долю в акционерном капитале филиалов компании, чьи финансовые отчеты не были консолидированы[14]. 2. Отражает изменение учетной политики. 3. Отражает слияния.

XI. Краткая характеристика компании

Компания "Истмэн кодак" — крупнейший в мире производитель фотопродукции, а также крупный поставщик химикатов, искусственных волокон, пластмасс. В феврале "Кодак" приобрел компанию "Стерлинг драг", производившую медикаменты. До 1988 г. товары здравоохранения входили в номенклатуру продукции, определявшую облик компании "Кодак" (профильныа товары). О вкладе разных сегментов бизнеса можно судить по таблице:

---

[7] Обычно к капиталовложениям относят расходы на приобретвние внеоборотных активов, на ремонт основных средств, они определяются как разность нетто-стоимости внеоборотных активов (за вычетом амортизации) по балансу на конец и начало периода.

[8] Эффективная ставка налога на прибыль рассчитывается как средняя путем деления средней суммы выплаченных за ряд периодов налогов на прибыль на сумму средней чистой прибыли и средних налогов. Так как в американском налоговом законодательстве разрешено использовать ускоренные методы начисления амортизации и одновременно не применять их для финансовой публичной отчетности, то эффективная ставка отражает действительно выплаченные, а не начисленные налоги.

[9] Счет баланса "Денежные средства" в американской системе учета отражает все денежные средства на расчетных счетах, валютных счетах, в кассе компании и поэтому адекватен сумме счетов российской компании.

[10] Коэффициент "покрытия" выражает текущую платежеспособность компании и получается путем деления оборотных активов на текущие обязательства компании.

[11] Доходность активов — один из показателей нормы прибыли. Рассчитывается как частное от деления чистой прибыли на совокупные среднегодовые активы компании.

[12] Термин "капитализация" применяется для обозначения суммы постоянных источников финвнсирования компании и охватывает сумму долгосрочного долга и акционерного капитала.

[13] Доходность акционерного капитала отражает результат деления чистой прибыли на среднегодовую балансовую величину акционерного капитала.

[14] Консолидирование отчетности согласно американской системе учета необходимо, если компания владеет более чем 50% голосующих акций другой компании. Если же доля в чужом капитале состаляет более 20%, но менее 50%, тогда применяется специальный прием учета, в соответствии с которым компания показывает в своем отчете о прибыли в качестве собственной прибыли не только полученные дивиденды, но и долю в прибыли чужой компании, соответствующую доле в ее голосующих акциях.

Выручка Прибыль Профильные товары Химикаты

Объем реализации зарубежным потребителям достиг 40% выручки

Профильный ассортимент компании состоит из разнообразной продукции, включая фотоаппараты, фотопленки, инструменты для обработки пленки, фотобумагу, приборы по настройке видимости, оборудование для копирования и микрофильмирования и другие товары. Подразделение "Вербатим" производит гибкие магнитные устройства для малых компьютеров. Недавно были внедрены новые производственные линии для выпуска фотоаппаратов и батареек.

Производимые в компании химикаты применяются в обрабатывающей промышленности, главным образом в текстильной и при изготовлении пластиковой упаковки, а также самой компанией для производства фотопродукции.

XII. Данные о дивидендах

Дивиденды выплачиваются с 1902 г. В компании разработан план реинвестирования дивидендов (см. табл.).

Сумма дивиденда. Дата объявления. Дата "экс-дивиденд". Дата регистрации акций. Дата платежа.

Следующее собрание акционеров по вопросам распределения прибыли состоится 11 ноября 1988 г.

XIII. Финансовое состояние

В октябре 1986 г. Верховный суд отклонил апелляцию компании "Кодак" против положительного решения суда по иску о патентной защите компании "Полароид".

XIV. Капитализация

Долгосрочный долг: 7 440 000 000 долл.

Обыкновенные акции: 324 154 364 акции в обращении, номинал 2,50 долл.

Финансовым институтам принадлежит около 48% акций.

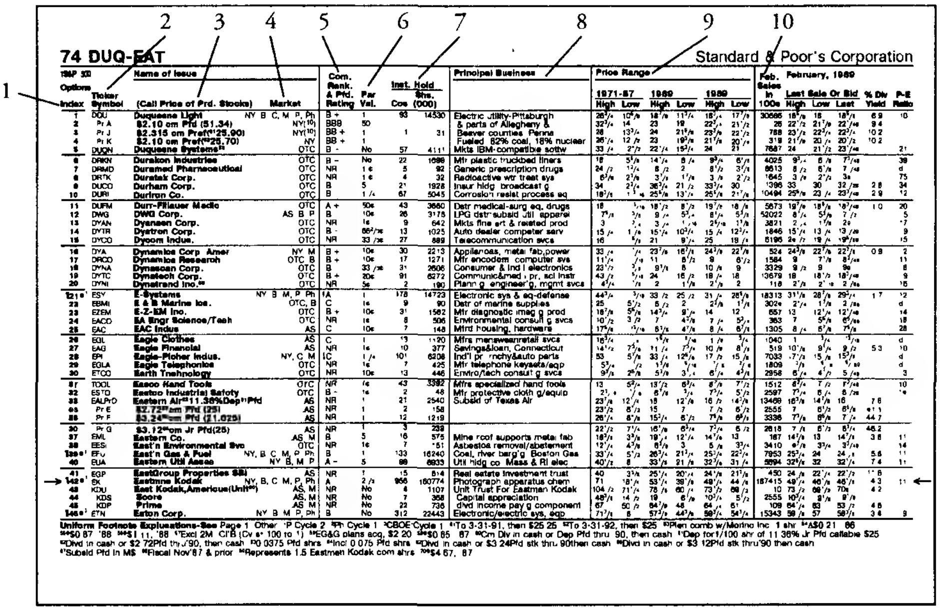
Акционеров, внесенных в реестр: 168 517.

"Вэлью Лайн инвестмент сёрвей" — *это еженедельный бюллетень, рассылаемый по подписке и содержащий сведения о примерно 1700 наиболее распространенных выпусках акций, а также о соответствующих отраслях; этот бюллетень популярен среди индивидуальных вкладчиков.*

"Вэлью Лайн инвестмент сёрвей" — один из самых популярных среди индивидуальных вкладчиков подписных бюллетеней. Он выходит еженедельно и охватывает примерно 1700 наиболее распространенных выпусков акций, а также соответствующие отрасли. Каждой компании присваивается рейтинг "соответствия требованиям времени", "надежности" и "финансовой прочности". За подписную цену в 500 долл. в год читатели "Вэлью Лайн" получают три основные услуги или продукта этого агентства. Еженедельник "Саммари энд индекс" публикует текущие курсы акций. Другой еженедельник, "Рейтингз энд рипортс", приводит текущий анализ примерно 130 выпусков акций, по странице на каждый выпуск. (Пример такой сводки для "Истмэн кодак" был уже приведен нами на рис. 3.1.) Третий еженедельник, "Селекшн энд опинион", содержит детальный анализ особо рекомендуемых акций вместе с подробными общими сведениями для инвесторов.

Проспект эмиссии — *это документ, содержащий подробную информацию о новом выпуске ценных бумаг, эмитенте, его менеджменте и финансовом состоянии.*

Материалы брокерских фирм. Еще один общедоступный источник информации для инвесторов — брокерские фирмы. Через них можно получить доступ к изданиям агентств, распространяемым по подписке, и сами они дают своим клиентам проспекты новых выпусков ценных бумаг и аналитические обзоры своих операционных отделов. **Проспект эмиссии** — это документ, содержащий подробную информацию об эмитенте, его менеджменте и финансовом состоянии и о ценных бумагах, предлагаемых к выпуску. В нем содержится подробная информация, которая может пригодиться для



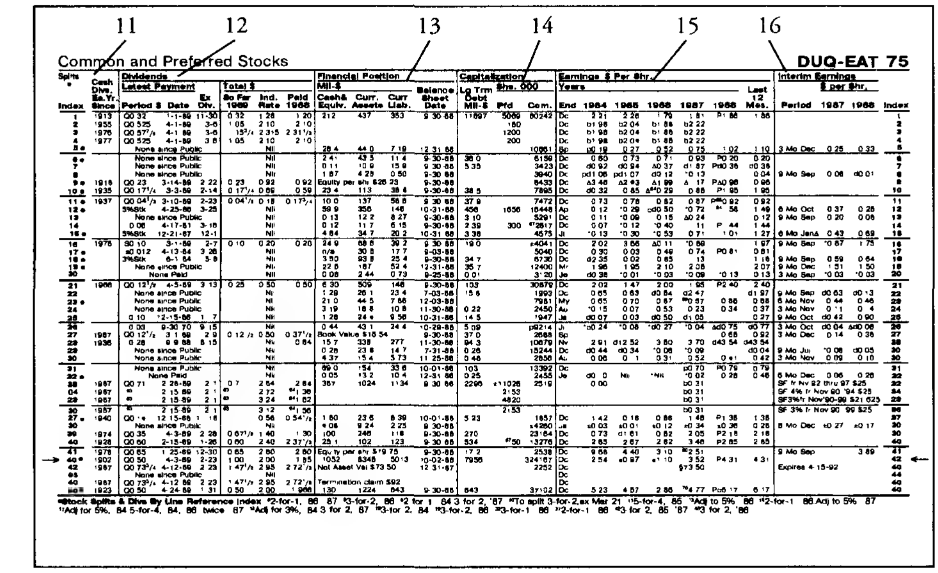


Рис. 5.1. Отрывок из "Руководства по акциям" агентства "Стэндард энд пур'з" (март 1989 г.)

В "Руководстве по акциям" агентства "Стэндард энд пур'з" обыкновенные акции ранжируются по темпам роста и стабильности прибылей эмитентов и дивидендов, в то время как привилегированные акции ранжируются по способности эмитентов регулярно выплачивать положенные дивиденды. На 42-й строке вы найдете компанию "Истмэн кодак": ей присвоен рейтинг *А*, следовательно, она отнесена к одной из самых высоких категорий рейтинга обыкновенных акций. (*Источник:* Standard & Poor's Corporation, *Stock Guide.* New York: Standard & Poor's Corporation, November 16, 1988.)

Комментарии научного редактора к рис. 3.4.

О характере и степени детальности информации можно судить по рубрикам, представленным в выдержке из материалов агентства "Стэндард энд пур'з", которые являются типичными.

Рубрика 1 — это номера выпусков акций, расположенные в том порядке, в котором они отслеживаются при расчете индекса "Стэндард энд пур'з 500". Столбец 2 содержит шифр выпуска, с которым он участвует в котировке и передаче информации по аппаратам биржевой связи — тиккерам. Название эмитента и фондового рынка, на котором осуществляются котировки по данным выпускам, расположены соответственно в столбцах 3 и 4. Столбец 5 показывает главный аналитический вывод: рейтинг, присвоенный данным агентством выпуску акций, в котором позиции, обозначенные буквой *А*, относятся к наиболее надежным, а позиции *С* — к наименее надежным, по целому ряду выпусков не установлен (*NR*), что обычно связано с отсутствием истории сопоставимых данных по эмитенту. Не ограничиваясь собственным заключением о качестве выпуска, агентство предлагает инвесторам дополнительную информацию для их самостоятельного анализа. Столбец 6 уточняет номиналы выпусков. Столбец 7 описывает позиции финансовых институтов в акционерном капитале исследуемого эмитента. Краткое описание основной деятельности эмитента содержится в столбце 8.

Рубрика 9 показывает колебания курсов акций за 1971—1987 гг. как средние из самых высоких и самых низких курсов этих лет; самый низкий и самый высокий курсы отдельно за 1988 и 1989 гг. Поскольку данный обзор был опубликован в марте, агентство дает в рубрике 10 информацию об операциях в феврале, которая построена комплексно и охватывает: объем торгов за месяц в лотах, данные о котировках в последней операции с этим выпуском — самый высокий предлагаемый курс, самый низкий курс и курс последней сделки, сложившаяся текущая доходность акций как отношение дивиденда к курсу, а также коэффициент "кратное прибыли" (*P*/*E*) . Столбец 11 содержит данные о датах фактического начала выплаты дивидендов наличными, а рубрика 12 — о нынешнем этапе дивидендной истории компании. Здесь сообщаются: сумма последнего выплаченного дивиденда на акцию; периодичность его выплат; дата последней выплаты; дата "экс-дивиденд" (о назначении подобной информации подробнее см. в гл. 6); совокупный дивиденд за прошедший период текущего года; ставка дивиденда на акцию; сумма дивиденда на акцию в прошлом году.

Рубрика 13 позволяет получить представление о сравнительном финансовом положении эмитентов, так как дает сводные данные баланса: сальдо счета "Денежные средства" (для оценки качественных особенностей эмитента с точки зрения акционера важен его потенциал выплаты дивидендов); сумму оборотных активов и сумму текущих обязательств; дату балансовой информации. Рубрика 14 посвящена структуре капитала компании и названа "капитализация" , так как дает возможность инвестору оценить сумму капитала компании, полученного по линии займов и выпусков акций. Представленные в ней данные охватывают: сумму долгосрочного долга, количество привилегированных и обыкновенных акций в обращении. В рубрике 15 приведены показатели прибыли на акцию за ряд прошлых отчетных лет и последние 12 месяцев. Дополнительные сведения о состоянии этого важнейшего для акционера показателя можно извлечь из рубрики 16, где даны промежуточные показатели прибыли на акцию за 3 или 6 месяцев, фактически сложившиеся в двух прошлых отчетных годах.

Аналитические обзоры операционных отделов — *это материалы, содержащие анализ возможностей инвестирования и рекомендации, связанные с прогнозом поведения финансовых инструментов; публикуются брокерскими фирмами для своих клиентов.*

оценки привлекательности нового выпуска как объекта вложения денег. На рис. 3.5 показан титульный лист 54-страничного проспекта выпуска акций компании "Силк гринхаус" за 1989 г. **Аналитические обзоры** публикуются брокерскими фирмами и предназначаются для их клиентов. В них содержатся аналитические материалы и рекомендации относительно текущего состояния и перспектив рынка ценных бумаг в целом, отдельных отраслей, а также отдельных ценных бумаг. Брокерские фирмы обычно публикуют списки ценных бумаг под заголовками "к покупке" и "к продаже". Списки составляются на основе прогнозов поведения курсов этих бумаг, которые да-

SILK GREENHOUSE®

1,700,000 Shares

Common Stock

Of the 1,700,000 shares of Common Stock offered, 1,400,000 are being sold by Silk Greenhouse, Inc. (the "Company") and 300,000 are being sold by certain Selling Shareholders. See "Principal and Selling Shareholders" The Company will not receive any proceeds from the shares being sold by the Selling Shareholders.

The Common Stock of the Company is traded in the over-the-counter market. On February 1, 1989, the closing price as reported on the NASDAQ National Market System was $17.25 per share. See "Price Range of Common Stock."

See "Certain Factors" for a discussion of risks that should be considered by prospective investors.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION NOR HAS THE COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

	Price to Public	Underwriting Discounts and Commissions (1)	Proceeds to Company (2)	Proceeds to Selling Shareholders (2)
Per Share	$17.25	$1.04	$16.21	$16.21
Total (3)	$29,325,000	$1,768,000	$22,694,000	$4,863,000

(1) The Company and the Selling Shareholders have agreed to indemnify the Underwriters against certain civil liabilities, including liabilities under the Securities Act of 1933. See "Underwriting."

(2) Before deducting expenses of this offering payable by the Company estimated at $185,000 and by the Selling Shareholders estimated at $15,000.

(3) The Company and certain of the Selling Shareholders have granted to the Underwriters a 30-day option to purchase up to 85,000 and 170,000 additional shares of Common Stock respectively, solely to cover over-allotments, if any. To the extent the option is exercised, the Underwriters will offer the additional shares at the Price to Public shown above. If the option is exercised in full, the total Price to Public will be $33,723,750, total Underwriting Discounts and Comissions will be $2,033,200, total Proceeds to Company will be $24,071,850 and total Proceeds to Selling Shareholders will be $7,618,700. See "Underwriting."

The shares of Common Stock are being offered by the several Underwriters named herein, subject to prior sale, when, as and if delivered to and accepted by them, and subject to the right of the Underwriters to reject any order in whole or in part. It is expected that delivery of the shares will be made at the offices of Alex. Brown & Sons Incorporated, Baltimore, Maryland, on or about February 8, 1989.

Alex. Brown & Sons
Incorporated

Rebertson, Colman & Stephens

The date of this Prospectus is February 1, 1989.

РИС. 3.5. Обложка проспекта эмиссии акций

На обложке 54-страничного эмиссионного проспекта нового выпуска акций компания "Силк гринхаус" приводит важнейшие данные, раскрывающие характеристики выпуска акций от 1989 г. (*Источник:* Silk Greenhouse, Inc., February 1, 1989, p. 1.)

Комментарии научного редактора к рис. 3.5.

Данная страница — достаточно характерный вариант страницы эмиссионного проспекта американской компании. Типично, во-первых, использованное условие размещения выпуска, заключающееся в продаже акций так называемыми "заинтересованными акционерами" (300 тыс. шт.) наряду с остальными акциями данного выпуска (1400 тыс. шт.). Эмитент объявляет о том, что средства, собранные от продажи акций "заинтервсованных акционеров", не поступят в компанию и эта сумма составит свыше 4,8 млн. долл. Во-вторых, подписка проводится с помощью гаранта размещения — андеррайтера, и курс, по которому он выкупит выпуск, един как для акций компании, так и для акций "заинтересованных акционеров" и равен 16,21 долл. за акцию. В-третьих, соглашение о гарантированном размещвнии содержит пункт о дополнительной продаже акций (*over-allotment* или *green shoe provision*), в соответствии с которым эмитент имеет право (а в данном случав его гарант размещения) предложить инвесторам дополнительное количество акций в случае достаточного спроса. С этой целью андеррайтеру предоставлен опцион на покупку акций у компании (85 000 шт.) и у "заинтересованных акционеров" (170 000 шт.). При этом опцион будет исполняться по курсу публичного размещения, единому для всего выпуска и равному 17,25 долл.

ют аналитики брокерских фирм. Аналитические обзоры выдаются бесплатно всем клиентам, в том числе потенциальным.

Инвестиционные бюллетени *рассылаются по подписке и содержат анализ, заключения и рекомендации экспертов по различным аспектам вложений в ценные бумаги.*

Инвестиционные бюллетени. В инвестиционных бюллетенях, распространяемых по подписке, приводятся анализ, заключения и рекомендации экспертов по различным вопросам вложений в ценные бумаги. Цена подписки может быть различной, равно как и содержание записок. Одни посвящены исключительно определенным видам ценных бумаг, другие — только оценке экономической ситуации или рынков ценных бумаг. Среди них наиболее популярны следующие: "Дик Дэвис дайджест", "Динз леттер", "Грэнвилл маркет леттер", "Троус сток аутлук", "Холт инвестмент эдвайзери", "Прудент спекулейтор", "Профешнл тэйп ридер", "Веллингтон леттер" и "Цвейг форкаст". Самые популярные выходят раз в неделю или раз в месяц и стоят от 75 до 300 долл. в год. Рекламу многих записок об инвестициях можно найти в "Бэррон'з".

Информация о курсах

Котировки *— это информация о курсах различных видов ценных бумаг, включая текущие курсы и статистику динамики курсов за последнее время.*

Информация о курсах различных видов ценных бумаг содержится в их **котировках**, которые состоят из сообщений о текущих курсах вместе со статистическими данными об их динамике за последнее время. Котировки ценных бумаг с активным оборотом на рынке публикуются очень широко и дают общую картину рыночного поведения ценных бумаг. Самые последние котировки можно узнать у биржевых брокеров. В некоторых конторах брокерских фирм установлено оборудование, которое дает возможность клиентам выходить на компьютерный терминал и получать котировки. В большинстве контор брокерских фирм есть и другой автомат, показывающий котировки, — это тиккер, экран, на котором сведения о сделках в операционном зале биржи появляются немедленно. В табл. 3.1 приведены символы, которыми на экране тиккера обозначаются самые известные компании. В наши дни тиккеры повсеместно заменяются более современными компьютерными терминалами, дающими информацию обо всех курсах акций на данную минуту. В настоящее время профессионалы и активно действующие

ТАБЛИЦА 3.1 Символы для обозначения ряда известных компаний-эмитентов

Компания	Символ
"Алюминум компани оф Америка"	*AA*
"Америкен телефон энд телеграф"	*T*
"Кока-кола"	*KO*
"Истмэн кодак"	*EK*
"Форд мотор"	*F*
"Дженерал электрик"	*GE*
"Дженерал моторс"	*GM*
"Интернэшнл бизнес машинз"	*IBM*
"Миннесота майнинг энд мэньюфекчуринг"	*MMM*
"Мобил корпорейшн"	*MOB*
"Оксидентал петролеум"	*OXY*
"Пан Америкен корпорейшн"	*PN*
"Полароид корпорейшн"	*PRD*
"Проктер энд Гембл"	*PG*
"Куэйкер оутс"	*OAT*
"Сирс, Робек"	*S*
"Шервин—Уильямс"	*SHW*
"Техас инструментс"	*TXN*
"Уэндиз интернешнл"	*WEN*
"Ксерокс корпорейшн"	*XRX*

индивидуальные инвесторы могут получать ценовую информацию за абонентную плату через персональные компьютеры.

Любой инвестор легко найдет котировки курсов ценных бумаг в печатных средствах массовой информации, причем не только в специальной финансовой прессе. В крупнейших городах большинство местных газет дает ежедневные сообщения о деятельности бирж, но в этих сообщениях фигурируют только котировки акций. В дополнение к репортажам о самых крупных биржевых сделках местные газеты часто дают краткие сообщения о котировках тех или иных акций местного значения. Главный источник информации о котировках ценных бумаг — газета "Уолл-стрит джорнэл", которая выходит по рабочим дням и дает сообщения об операциях на основных фондовых рынках за предыдущий рабочий день. В ней приводятся котировки акций, облигаций, включенных в котировочный лист опционов, товарных и финансовых фьючерсов, ценных бумаг взаимных фондов и других общепринятых финансовых инструментов. Как указывалось выше, большой объем информации о котировках ценных бумаг публикуют также "Бэррон'з" и "Инвесторз дэйли". (В последующих главах мы покажем реальные котировки в связи с изучением конкретных финансовых инструментов.)

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ И ИНДЕКСЫ

Инвесторам нужно также следить за конъюнктурой рынков ценных бумаг и по возможности угадывать ее тенденции. Умение толковать различные рыночные индикаторы поможет инвестору не только ориентироваться в фи-

нансовых инструментах, но и безошибочно выбирать время совершения сделок. Нужно не только понимать общий ход экономической конъюнктуры — вверх (на подъем) или вниз (на спад), но и видеть, насколько благоприятна конъюнктура фондового рынка. На конъюнктуру фондового рынка, конечно, действует и общеэкономическая ситуация, поэтому трудно рассматривать их независимо друг от друга. Но инвестор вкладывает деньги не в экономику вообще, а в совершенно определенную ценную бумагу, поэтому инвестор должен знать, как измеряется динамика рынка. Для оценки поведения фондового рынка обычно обращаются к изучению рыночных индикаторов и индексов. Здесь мы рассмотрим основные показатели активности рынков акций и облигаций и показатели, применяемые для анализа портфеля мелкого вкладчика. Разговор об индикаторах и индексах, относящихся к другим финансовым инструментам, мы отложим до тех глав, в которых будет рассматриваться каждый из этих инструментов.

Индикаторы и индексы рынка акций

Средние индикаторы — *это показатели, применяемые для анализа колебаний курсов акций путем определения средней арифметической курсов репрезентативной группы акций на определенную дату.*

Индексы — *это показатели, применяемые для анализа колебаний курсов акций путем измерения текущего курса репрезентативной группы акций по отношению к их базовому значению, рассчитанному на более раннюю дату.*

Фондовые индикаторы и индексы применяются для анализа общего движения курсов ценных бумаг во времени. Хотя по отношению к динамике рынка термины "средний индикатор" и "индекс" используются как взаимозаменяемые, с точки зрения техники их расчета — это разные измерители. **Средние индикаторы** — это средние арифметические показатели курсов репрезентативной группы акций в данный момент; **индексы** измеряют текущую динамику курсов репрезентативной группы акций по сравнению с базовой величиной, рассчитанной на некоторый момент в прошлом. Инвесторы часто сравнивают средние индикаторы или индексы на определенный момент, пытаясь таким способом определить относительную силу или слабость рынка. Когда средние индикаторы или индексы показывают общее движение курсов вверх, рынок называют *рынком "быков"*; когда же движение направлено вниз, — *рынком "медведей"*. Основные средние индикаторы следует знать, так как они удобны для определения общей тенденции фондового рынка. В сводках финансовых новостей ежедневно даются значения средних индикаторов на данный день и за последнее время; они цитируются также в большинстве местных газет и выпусках новостей по радио и телевидению. Рассмотрим вкратце основные средние индикаторы и индексы.

Средние Доу Джонса

Средняя Доу Джонса для промышленных акций (*DJIA*) — *это средняя курсов 30 акций высококлассных промышленных компаний, отобранных по критериям рыночной стоимости и степени распространения среди широкого круга владельцев, в силу чего они считаются репрезентативными для общей динамики рынка ценных бумаг.*

Специалисты издательского дома "Доу Джонс", публикующего газету "Уолл-стрит джорнэл", рассчитывают четыре вида средних индикаторов для акций. Самый известный из них — это средняя Доу Джонса для промышленных акций, или DJIA (часто называемая промышленным индексом Доу Джонса. — *Прим. науч. ред.*), который составляется из курсов 30 выпусков акций, отобранных в связи с тем, что они высоко оцениваются рынком и распространены среди широкого круга владельцев. Эта группа состоит из высококлассных промышленных акций, чье поведение считается репрезентативным для общей динамики рынка ценных бумаг. Время от времени тот или иной выпуск выбывает из группы в связи со слиянием компаний, банкротством или резкой потерей активности на рынке. В таких случаях в расчет средней включают новый выпуск акций, и поэтому весь индикатор кор-

ректируется, чтобы он был сопоставим с предыдущим показателем. Реальное значение средней Доу Джонса для промышленных акций имеет смысл только в сравнении со значением в предыдущий период. Например, *DJIA* на 12 апреля 1989 г. составил 2418,99; этот индикатор имеет смысл только в сравнении со значением на день раньше — 2389,11. Многие ошибочно считают, что один пункт *DJIA* равен одному доллару курса среднестатистической акции; на самом деле при переводе в стоимостное измерение один пункт стоит около 2,27 цента. Средняя Доу Джонса *DJIA* относится к числу наиболее часто используемых средних индикаторов фондового рынка и публикуется ежедневно во всех выпусках новостей.

Три другие средние Доу Джонса — это индикаторы курсов акций компаний транспорта, электроэнергетики и коммунального хозяйства, а также сводная средняя. Средняя Доу Джонса для транспорта рассчитывается по 20 выпускам акций компаний железных дорог, авиалиний, экспедиторских контор и агентств, занимающихся комбинированными перевозками. Средняя Доу Джонса для электроэнергетики и коммунального хозяйства определяется по 15 выпускам акций компаний соответствующих отраслей. Сводная средняя 65 выпусков акций составляется из 30 выпусков промышленных акций, 20 выпусков акций компаний транспорта и 15 выпусков акций компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства. Все остальные средние Доу Джонса, как и *DJIA*, рассчитываются таким образом, что они сопоставимы во времени. Средние курсов акций транспорта, электроэнергетики и сводную среднюю нередко приводят в сводках финансовых новостей вместе с промышленной средней Доу Джонса.

Индексы корпорации "Стэндард энд пур'з" (S&P)

Индексы корпорации "Стэндард энд пур'з" — *это индексы, которые измеряют текущие курсы группы акций по сравнению с базовой величиной индекса, равной 10, на период 1941—1943 гг.*

Еще один крупный и известный издатель финансовых новостей — корпорация "Стэндард энд пур'з" — публикует пять индексов обыкновенных акций. В отличие от средних фондовых индикаторов Доу Джонса **индексы "Стэндард энд пур'з"** рассчитываются как подлинные индексы. Они соотносят текущие курсы группы акций с базовым значением, рассчитанным для периода 1941—1943 гг., которому дано значение 10. Иными словами, если в данный момент индекс *S&P* равен 100, это означает, что средний курс акций, включенных в индекс, увеличился в 10 раз (100 : 10) по сравнению с периодом 1941—1943 гг. Другое отличие индексов *S&P* от средних индикаторов Доу Джонса состоит в том, что если у Доу Джонса акции взвешиваются по курсам, то у *S&P* — с учетом относительного веса каждого выпуска в обороте на рынке. Для этого *S&P* взвешивает курсовую стоимость одной акции каждого выпуска по количеству акций, находящихся в обращении*. Хотя средние индикаторы Доу Джонса пользуются наибольшей популярностью, многие профессиональные инвесторы предпочитают индексы *S&P*, считая, что они точнее отражают общую динамику курсов на фондовом рынке.

* Количество акций в обращении — это показатель, открыто публикуемый в годовом отчете акционерных компаний. В нем учтены не только акции, размещенные при эмиссии, но и акции данного выпуска, размещенные позже (например, в виде поощрения управляющим) или выкупленные у акционеров компанией-эмитентом. Количество первых прибавляется к вышедшим в обращение, а количество вторых вычитается. *(Прим. науч. ред.)*

Пять индексов курсов обыкновенных акций, которые публикует "Стэндард энд пур'з", — это индексы промышленный, транспортный, электроэнергетики и коммунального хозяйства, финансовый и сводный. В промышленный индекс включаются курсы акций 400 промышленных фирм; в транспортный — курсы акций 20 транспортных компаний; индекс для электроэнергетики и коммунального хозяйства составляется из курсов акций 40 соответствующих компаний; в финансовый индекс входят курсы 40 акций финансовых институтов и, наконец, в сводном индексе представлены курсы всех 500 компаний промышленности, транспорта, электроэнергетики, коммунального хозяйства и финансовой сферы. Индексы *S&P*, как и индикаторы Доу Джонса, часто фигурируют в сводках финансовых новостей.

Хотя за период индикаторы Доу Джонса и индексы *S&P* ведут себя примерно одинаково, их текущие значения колеблются с различным размахом, а иногда и в противоположных направлениях, так как индикаторы Доу Джонса — это среднеарифметические величины, а индексы *S&P* — средневзвешенные. Например, возьмем показатели для курсов промышленных акций: 26 апреля 1989 г. *DJIA* составил 2389,11 пункта, а *S&P 400* — 353,98. По сравнению с предыдущим днем *DJIA* поднялся на 29,88 пункта, а *S&P 400* — только на 2,84 пункта. Правда, величину этих отклонений можно оценивать только по отношению изменений абсолютных величин средних индикаторов и индексов к предыдущим значениям. Например, 27 апреля *DJIA* поднялся на 1,24% (29,88 : 2389,11), а *S&P 400* — на 0,80% (2,84 : 353,98).

Индексы NYSE, AMEX и NASDAQ

К трем биржевым индексам относятся индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (*NYSE*), индекс Американской фондовой биржи (*AMEX*) и индекс автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (*NASDAQ*). Индекс *NYSE* охватывает все 2200 акций, котирующихся на "Большом табло" (так называют Нью-Йоркскую фондовую биржу). Он рассчитывается примерно так же, как индексы *S&P*. За базовое значение, равное 50, принята стоимость акций, котировавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже 31 декабря 1965 г. Помимо сводного, *NYSE* публикует также индексы для подгрупп — для промышленности, электроэнергетики и коммунального хозяйства, транспорта и финансового сектора. Динамика промышленного индекса *NYSE*, как правило, совпадает с динамикой промышленной средней Доу Джонса и *S&P 400*.

Индекс *NYSE* *— это показатель текущего движения курсов акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, относительно базовой величины, равной 50 на 31 декабря 1965 г.*

Индекс *AMEX* *— это показатель текущего движения курсов акций, котирующихся на Американской фондовой бирже, относительно базовой величины для 31 августа 1973 г., принятой за 100.*

Индексы *NASDAQ* *— это показатели текущего движения курсов ценных бумаг, обращающихся на внебиржевом рынке.*

Индекс *AMEX* отражает движение курсов акций на Американской фондовой бирже по отношению к базовому значению 100, установленному на 31 августа 1973 г. Индекс *AMEX* охватывает все выпуски акций, обращающиеся на этой бирже, и рассчитывается примерно так же, как индексы *S&P*. Индекс *AMEX* не всегда близко совпадает с тенденцией индексов *S&P* и *NYSE*, но в целом ведет себя примерно так же, как и они. На индекс *AMEX* в сводках финансовых новостей ссылаются так же часто, как и на индекс *NYSE*.

Индексы *NASDAQ*, отражающие оборот ценных бумаг на внебиржевом рынке, рассчитываются так же, как и индексы *S&P*, *NYSE* и *AMEX*. За базу, равную 100, принимается стоимость акций на 5 февраля 1971 г. Самый полный из индексов *NASDAQ* — это сводный индекс внебиржевого оборота,

рассчитываемый по курсам более чем 4200 обыкновенных акций, которые обращаются в системе *NASDAQ*. Есть еще пять индексов *NASDAQ*, на которые часто ссылаются: это индексы для промышленности, страхования, банков, сводный индекс национального рынка и акций промышленных компаний, действующих на национальном рынке. Степень чувствительности этих индексов неодинакова, но в целом индексы *NASDAQ* показывают то же направление, что и другие важнейшие индексы.

Средние показатели агентства "Вэлью Лайн"

Сводный индикатор "Вэлью Лайн" — *это средняя курсов акций, публикуемая агентством "Вэлью Лайн", отражающая относительные изменения, выраженные в процентах, курсовой стоимости примерно 1700 выпусков акций, обращающихся на Нью-Йоркской и Американской биржах и на внебиржевом рынке, относительно базовой величины на 30 июня 1961 г., принятой за 100.*

Агентство "Вэлью Лайн" публикует несколько средних индикаторов курсов акций, причем при их расчете курсам всех акций придаются одинаковые веса. Для этого в индексе учитываются только процентные изменения курсов. Этот подход внушает доверие, так как он устраняет влияние различий рыночных курсов и совокупной рыночной стоимости отдельных выпусков на относительный вес каждого выпуска, включенного в набор, по которому рассчитывается средний индикатор. **Сводный индикатор "Вэлью Лайн"** охватывает примерно 1700 выпусков акций, включенных в обзор "Вэлью Лайн инвестмент сёрвей" и обращающихся на Нью-Йоркской и Американской биржах и на внебиржевом рынке. Базовое значение, принятое за 100, — это средняя стоимость акций на 30 июня 1961 г. Наряду с этим сводным индикатором агентство "Вэлью Лайн" публикует средние индикаторы акций промышленных компаний, железных дорог, предприятий электроэнергетики и коммунального хозяйства. Индивидуальные инвесторы особенно ценят эти индикаторы, так как в них учитываются акции, часто встречающиеся в их портфелях.

Прочие индикаторы и индексы

Индекс "Уилшир 5000" — *это совокупная стоимость в миллиардах долларов 5000 выпусков акций с самым большим объемом продаж на фондовых рынках, включая все акции, котирующиеся на Нью-Йоркской и Американской биржах, плюс наиболее активные акции во внебиржевом обороте.*

Кроме главных индексов, описанных выше, есть и другие. **Индекс "Уилшир 5000"**, публикуемый агентством "Уилшир ассошэйтс", приводится в ежедневных сводках газеты "Уолл-стрит джорнэл". Он представляет собой совокупную стоимость 5000 выпусков акций (в миллиардах долларов) с самым большим объемом продаж на фондовых рынках, включая все акции, котирующиеся на Нью-Йоркской и Американской биржах, а также наиболее активные акции из внебиржевого оборота. "Бэррон'з" публикует средний индикатор курсов 50 акций и индекс акций с низкими курсами. Газета "Нью-Йорк таймс" публикует свой собственный средний индикатор, весьма близкий к средним Доу Джонса. Агентство "Муди'з инвестор сёрвисиз" составляет рыночные индикаторы для нескольких групп обыкновенных акций. Каждый из этих средних индикаторов и индексов отражает либо общую динамику всех фондовых рынков, либо положение в отдельных секторах этих рынков.

Индикаторы рынка облигаций

Для оценки общего состояния рынка облигаций используется несколько специальных индикаторов. Правда, индикаторов общей динамики рынка облигаций меньше, чем для рынка акций, так как индивидуальные вкладчики меньше интересуются облигациями. Главные показатели — доходность облигаций, средние индикаторы Доу Джонса для облигаций и статистика облигаций, которую ведет Нью-Йоркская фондовая биржа.

Доходность облигаций

Доходность облигаций — *это обобщенный измеритель дохода, который инвестор мог бы получить, владея облигацией до момента погашения (рассчитывается как годовая норма доходности).*

Показатели **доходности облигаций** отражают движение рыночных процентных ставок и представляют собой обобщенные измерители дохода, который инвесторы могли бы получить, владея облигацией вплоть до погашения. Они публикуются в виде годовой нормы прибыли: например, если облигация с доходностью в 9,5% принесет своему владельцу доход в форме периодически выплачиваемых до момента погашения процентов плюс курсовой доход или убыток, то это означает, что на средства, вложенные в эту облигацию, можно получить норму прибыли 9,5%. Обычно показатели доходности облигаций к погашению приводятся по группам облигаций, аналогичных по видам и качественным характеристикам эмитентов, срокам погашения и другим свойствам. Например, "Бэррон'з" публикует показатели средней доходности, рассчитываемые компанией "Доу Джонс" для 10 облигаций компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства, 10 промышленных компаний и 20 облигаций сводной группы, а также для других групп — облигаций Казначейства и муниципальных облигаций. За неделю, окончившуюся 28 апреля 1988 г., "Бэррон'з" дал показатели доходности к погашению облигаций компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства в 10,3%, облигаций промышленных компаний — в 10,13 и облигаций сводной группы — в 10,08%. Похожую классификацию норм доходности облигаций к погашению приводят также *S&P*, "Муди'з" и Федеральная резервная система. Как и средние рыночные индикаторы и индексы курсов акций, показатели доходности облигаций имеют смысл при сравнении во времени; изучение тенденций доходности облигаций может помочь инвестору правильно выбрать момент для их покупки или продажи.

Средние индикаторы курсов облигаций Доу Джонса

Средние индикаторы курсов облигаций Доу Джонса — *это средние значения курсов облигаций на конец биржевого дня, рассчитываемые по группам компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства, промышленности и по сводной группе компаний.*

В **средние индикаторы курсов облигаций Доу Джонса** включаются курсы облигаций предприятий электроэнергетики и коммунального хозяйства, промышленных компаний и облигаций сводной группы компаний. Каждый такой индикатор — это не показатель доходности, а лишь математическая средняя курсов групп облигаций на конец биржевого дня. Средний курс облигаций компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства рассчитывается по курсам 10 выпусков облигаций соответствующих компаний на конец биржевого дня, средний курс облигаций промышленных компаний — также по курсам 10 выпусков облигаций, а средний курс сводной группы облигаций — по курсам обеих этих групп на конец биржевого дня, т.е. по 20 выпускам. Средние курсы облигаций, как и котировки облигаций, даются в процентах к номиналам этих облигаций. Например, если средний курс Доу Джонса для сводной группы облигаций на 28 апреля 1989 г. составляет 89,02 пункта, то это означает, что в этот день облигации продавались по среднему курсу, равному 89,02% стоимости их погашения. Если стоимость к погашению равна номиналу облигации — 1000 долл., то средний курс по всему выпуску — около 890,20 долл. Средние индикаторы курсов облигаций Доу Джонса публикуются ежедневно в "Уолл-стрит джорнэл" и в виде еженедельных сводок — в "Бэррон'з".

Показатели облигаций Нью-Йоркской фондовой биржи

Нью-Йоркская фондовая биржа — главная биржа, на которой продаются облигации. Поэтому статистические сводки ежедневного оборота облигаций на *NYSE* показательны для динамики рынка облигаций в целом. В этих статистических сводках приводятся число выпусков, находившихся в обороте в данный день, количество выпусков облигаций, оборот которых увеличился, уменьшился или оставался неизменным, а также самые высокие и самые низкие курсы данного дня и общий объем сделок с облигациями. Например, 28 апреля 1989 г. на бирже продавалось 629 американских выпусков облигаций; оборот 285 увеличился, 198 — уменьшился, а 146 — остался неизменным. Из выпусков, по которым проводились торги, курсы 16 облигаций поднялись до самой высокой отметки в течение года, а курсы 16 упали до самой низкой. Совокупный объем сделок составил 39 млн. 900 тыс. долл. Статистика облигаций на *NYSE* публикуется ежедневно в "Уолл-стрит джорнэл" и в виде еженедельных сводок — в "Бэррон'з".

Индекс портфеля мелкого инвестора

Индекс портфеля мелкого инвестора *— это индекс, показывающий прибыли и убытки среднего инвестора по отношению к базовой величине для 31 декабря 1987 г., принятой за 100. Индекс рассчитывается для портфеля, состоящего из типичных вложений мелкого инвестора.*

Индексом портфеля мелкого вкладчика, публикуемым в журнале "Мани", можно пользоваться для измерения прибылей и убытков среднего вкладчика. Этот индекс рассчитывается по отношению к базовой величине для 31 декабря 1987 г., принятой за 100, и публикуется еженедельно по понедельникам в газете "Ю-эс-эй тудэй", а раз в месяц — в разделе "Памятка инвестора" журнала "Мани". Индекс портфеля мелкого вкладчика рассчитывается на основании набора из десяти видов финансовых активов в пропорции, соответствующей данным Федеральной резервной системы о структуре инвестиций средней семьи. Этот набор и его структура показаны в табл. 3.2.

Значение этого индекса на 31 марта 1989 г. составило 112,80, что на 0,60% выше значения предыдущего месяца и на 8,77% выше значения пре-

ТАБЛИЦА 3.2 **Финансовые инструменты, включенные в индекс портфеля мелкого инвестора, публикуемый журналом "Мани"**

Виды инструментов	Удельный вес в портфеле (в %)
Акции *NYSE*	21,3
Акции *AMEX* и внебиржевого рынка	6,7
Бумаги взаимных фондов акций	3,3
Облигации, доход от которых облагается налогом	13,3
Муниципальные облигации	5,8
Бумаги взаимных фондов облигаций	4,1
Депозитные сертификаты	28,0
Бумаги взаимных фондов денежного рынка	16,0
Недвижимость (кроме жилья)	0,9
Золото	0,6
Всего в портфеле	100,0

дыдущего года. Этим индексом редко пользуются на Уолл-стрите, но тем не менее он важен постольку, поскольку дает индивидуальным вкладчикам руководство для оценки состава и доходности их собственного портфеля.

КОНСУЛЬТАНТЫ ПО ИНВЕСТИРОВАНИЮ

Консультанты по инвестированию — *это лица или фирмы, дающие советы по поводу помещения капитала, обычно за вознаграждение.*

Несмотря на обилие источников финансовой информации, многим инвесторам не хватает ни времени, ни умения ее анализировать и принимать решения на свой страх и риск. Они предпочитают обращаться к разного рода консультантам. **Консультанты по инвестированию** — это лица или фирмы, дающие своим клиентам советы по поводу помещения денег, обычно за вознаграждение. Они предлагают набор услуг — от рекомендаций о выборе финансовых инструментов и стратегии до полного управления денежными операциями клиента, в том числе финансовым планированием, подготовкой налоговых деклараций и т.д.

"Продукция" консультантов

Консультанты продают разнообразную "продукцию", начиная от советов самого общего характера и кончая конкретным, подробным анализом и рекомендациями. Самая обобщенная форма совета — это информационный бюллетень, который публикуется консультантом и дается клиентам. В таких бюллетенях содержатся общие советы по поводу состояния экономики, текущих событий, конъюнктуры рынка и отдельных ценных бумаг. Кроме того, консультанты по инвестированию предлагают полную оценку вложений, рекомендации и управленческие услуги. За соответствующее вознаграждение они могут сделать оценку целей, выбранных инвестором, его финансовых возможностей, текущего портфеля вложений, а также предложить ту или иную последовательность действий. В некоторых случаях консультанту предоставляется право полного распоряжения портфелем клиента.

Регламентация деятельности консультантов

Как мы уже говорили в гл. 2, в 1940 г. был принят Закон о консультантах по инвестированию, целью которого было открытие консультантами важной для клиентов информации об их связях, столкновениях интересов и т. д. Согласно этому закону профессиональные консультанты должны регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам и давать ей регулярные отчеты. Поправка к закону, принятая в 1960 г., дала комиссии дополнительное право проверять документы о деятельности консультантов и лишать лицензии тех, кто нарушает положения закона. Закон не распространяется на тех специалистов по финансовому планированию, биржевых брокеров, работников банков и аудиторов, которые дают советы по инвестированию в дополнение к своей основной деятельности.

Во многих штатах приняты сходные законодательные акты, требующие, чтобы консультанты регистрировались в штате и соблюдали нормы, установленные законами штатов. Федеральный закон и законы штатов, регламентирующие деятельность профессиональных консультантов по инвестированию, не гарантируют их *компетентности*; они нацелены на защиту

инвесторов от мошенничества и нарушений деловой этики. Следует знать, что в настоящее время ни один закон и ни один регулирующий орган не контролируют доступ к этому виду деятельности. Поэтому среди консультантов по инвестированию могут оказаться как профессионалы высокого класса, так и начинающие любители. Обычно предпочтение отдается консультантам с профессиональными дипломами *CFA* (присяжный финансовый аналитик), *CIC* (присяжный консультант по инвестированию), *CFP* (присяжный специалист по финансовому планированию), *ChFC* (присяжный финансовый консультант), *CLU* (присяжный специалист по страхованию жизни), *CPA* (присяжный независимый бухгалтер), так как они прошли курс обучения, имеющий прямое или косвенное отношение к процессу инвестирования. В приложении *В* дан перечень курсов профессиональной подготовки, в том числе описаны дипломы, выдаваемые по окончании курсов, требования к поступающим, содержание каждого курса, а также контактные телефоны и адреса.

Типы консультантов

Консультантами по инвестированию выступают специалисты по финансовому планированию, биржевые брокеры, работники банков, работники агентств, публикующих подписную финансовую информацию, а также лица, работающие консультантами в индивидуальном порядке и в штате консалтинговых фирм.

Специалисты по финансовому планированию

Специалист по финансовому планированию — *это профессиональный консультант, работающий с клиентом над составлением финансового плана или разработкой финансовой стратегии.*

Личное финансовое планирование — *это процесс, организующий личные активы, обязательства и источники дохода в целях достижения личных финансовых целей.*

Специалист по финансовому планированию работает с индивидуальным клиентом над финансовым планом или стратегией. **Личное финансовое планирование** — это такая организация всех личных активов, обязательств и источников дохода, которая позволяет в максимальной степени решить финансовые задачи инвестора. Специалист по финансовому планированию определяет финансовые цели клиента, собирает и оценивает всю связанную с ними информацию, составляет письменный план, помогает его исполнить и время от времени пересматривает этот план в соответствии с реальными условиями. Специалист получает плату за оказанные услуги (заключение страховых договоров, инвестирование в финансовые активы, юридические услуги) или комиссионные от полученных результатов. В настоящее время большинство специалистов по финансовому планированию имеют дипломы либо *CFP*, либо *ChFC*, либо и тот и другой одновременно.

Биржевые брокеры

Главная функция биржевых брокеров — совершение сделки купли-продажи по поручению клиентов. За услуги брокерам платят комиссионное вознаграждение, которое является основным источником их дохода. Кроме того, брокеры дают своим клиентам информацию и советы. Многие брокеры могут сделать анализ портфеля клиента и дать ему рекомендации о том, какие изменения можно внести в портфель, чтобы он лучше подходил для решения задач клиента. Информация обычно дается бесплатно, но анализ портфеля и рекомендации по управлению относятся к платным услугам. Как уже указывалось в гл. 2, у биржевого брокера можно открыть счет-пакет, что по-

зволит переложить ответственность за подбор акций на профессионала по управлению денежными потоками. Для открытия таких счетов обычно требуется, чтобы портфель стоил не менее 100 тыс. долл., а за управление ими взимается плата в 2—3% стоимости входящих в портфель активов, которая включает покрытие комиссионных по всем необходимым в процессе управления портфелем сделкам и вознаграждение за профессиональное управление счетом.

Банковские служащие

Как и биржевые брокеры, служащие банков также дают своим клиентам советы по поводу инвестирования денег. Обычно этим занимаются сотрудники отделов трастовых услуг. Услуги банка могут ограничиваться ведением счета клиента, когда банк просто принимает ценные бумаги последнего на хранение, но банк может взять на себя и управление инвестициями клиента (нередко в порядке трастового соглашения).

Обычно для того чтобы банк согласился взять на себя учет операций клиента с ценными бумагами, консультирование и фактическое управление инвестициями клиента, нужно, чтобы портфель стоил не меньше 40—50 тыс. долл. Поскольку банки стараются рекомендовать только высококлассные финансовые активы, стиль их рекомендаций и управления инвестициями несколько консервативен. В последние годы все большее число банков создает у себя подразделения инвестиционного консультирования, которые за определенную плату берут в управление портфели мелких инвесторов. Тем же самым занимаются и брокерские компании.

Агентства подписной финансовой информации

Агентства, публикующие подписную финансовую информацию и инвестиционные бюллетени, предоставляют своим подписчикам помощь консультациями всех видов — от общих советов по поводу состояния экономики, рынков и отдельных видов ценных бумаг до периодического пересмотра портфелей и даже активного управления портфелями подписчиков. За активное управление берется дополнительное вознаграждение. При подписке обычно заранее оговаривается, какие личные советы входят в стоимость подписки, а какие предоставляются за отдельную плату.

Индивидуальные консультанты и консалтинговые фирмы

Индивидуальные консультанты осуществляют управление инвестиционными портфелями своих клиентов за вознаграждение. Этим людям платят за то, что они знают все тонкости налогового законодательства, следят за рыночной конъюнктурой и могут применить свои знания для помощи клиентам в достижении их целей. Как правило, индивидуальные консультанты обслуживают немногих клиентов и проявляют разборчивость. Иногда они соглашаются управлять портфелем клиента *на непрерывной основе*, что означает, что им будет предоставлен полный контроль над портфелем. Однако чаще всего они дают рекомендации непосредственно клиентам по мере развития ситуации или появления новых инвестиционных возможностей.

Более крупные масштабы имеет деятельность компаний, консультирующих в этой сфере. Для этого у них в штате есть исследователи и консультан-

ты, в основном присяжные финансовые аналитики, специализирующиеся по определенным типам портфелей. Одни занимаются только крупными портфелями ценных бумаг, подобранными с расчетом на рост курсовой стоимости; другие могут заниматься более консервативными портфелями, составленными с расчетом на текущий доход, но каждого клиента обслуживает один менеджер. В этих компаниях принято пользоваться математическими моделями для расчетов на компьютерах и другими сложными аналитическими приемами. Компании предпочитают иметь достаточную свободу для управления портфелями клиентов, но по настоянию клиентов последнее слово в принятии тех или иных изменений может сохраняться за ними. Как фирмы-консультанты, так и профессионалы, работающие в индивидуальном порядке, предпочитают клиентов, инвестирующих 100 тыс. долл. и более, и в отличие от специалистов по финансовому планированию стараются ограничиваться вопросами инвестирования.

Стоимость консультаций по инвестированию

Профессиональные консультации по инвестированию обычно стоят от 0,25 до 2% годовых от размеров суммы, которая составляет предмет управления. Для крупных портфелей вознаграждение за услуги обычно колеблется от 0,25 до 0,75%. Для небольших портфелей (менее 100 тыс. долл.) принято годовое вознаграждение от 1 до 2% суммы вложений. Это вознаграждение представляет собой лишь гонорар за управление инвестициями клиента и не включает комиссионные по сделкам купли-продажи по его поручению; за периодические консультации, не оговоренные в контракте, обычно взимается плата по фиксированному тарифу или почасовая плата за консультации.

Эффективное использование консультационных услуг

Как и всякие услуги, советы по инвестированию могут быть лучше и хуже. Нередко более дешевые консультации могут оказаться полезнее дорогих. Перед тем как обращаться к кому-либо за платной консультацией, следует внимательно присмотреться к послужному списку и репутации вашего консультанта. У него должен быть не просто хороший послужной список, важно еще, чтобы он умел действовать в соответствии с теми задачами, которые ставит инвестор. Следует тщательно взвесить расходы на консультации профессионала и пользу от этих консультаций, и если они экономически оправданны, выбирать наиболее эффективный вариант.

Клубы инвесторов

Многие инвесторы, особенно не самые богатые, в поисках консультаций и опыта в формировании и управлении портфелем вступают в клубы инвесторов. По юридической форме **клуб инвесторов** — это товарищество с определенной организационной структурой, процедурными нормами и общей задачей, объединяющее группу инвесторов (партнеров). Целью большинства таких клубов являются вложения средств в финансовые инструменты с умеренным уровнем риска для получения стабильных долгосрочных дохо-

Клуб инвесторов — *это объединение инвесторов в правовой форме товарищества с установленной организационной структурой, процедурами принятия решений и единой задачей — инвестирование с умеренным уровнем риска для получения стабильных долгосрочных доходов.*

дов. Клубы инвесторов очень редко создаются ради финансовых спекуляций.

Обычно клубы инвесторов создаются группой лиц, имеющих одинаковые инвестиционные цели и стремящихся к объединению как своего опыта в деле инвестирования, так и капитала для формирования портфеля инвестиций, находящегося в совместной собственности. Клубы строятся таким образом, чтобы за получение информации о тех или иных финансовых инструментах или стратегиях и за анализ этой информации отвечали определенные люди. Члены клуба, собираясь время от времени, обмениваются полученными выводами и рекомендациями, обсуждают их и сообща решают, принять или отклонить предложенный инструмент либо стратегию. Большинство клубов обязывает своих членов делать регулярные взносы в общую кассу, тем самым увеличивая совместный капитал для дальнейших вложений. Чаще всего клубы занимаются инвестициями в акции и облигации, но иногда они образуются для инвестиций в опционы, операции с реальными активами и недвижимость.

Для начинающих инвесторов, рассчитывающих на стабильные доходы, членство в клубе инвесторов — это самый лучший способ изучения основных вопросов формирования портфелей и управления ими. Ряд полезных материалов публикует объединяющая около 7 тыс. таких клубов Национальная ассоциация объединений инвесторов *(NAIC)*, которая к тому же проводит встречи членов клубов в местном и общенациональном масштабе для обмена информацией об организации и деятельности клубов, а также о новейших приемах и стратегиях инвестирования. Желающие вступить в такой клуб могут получить нужную информацию и помощь от биржевых брокеров. Кроме того, все больше инвесторов принимают решения, пользуясь персональными компьютерами (о них речь пойдет ниже), и клубы могут оказать им неоценимую помощь в этом деле, беря на себя расходы на программное обеспечение. Компьютерная программа ценой 500 долл. может оказаться не по карману одному инвестору, но группа из 10 и более членов клуба вполне может позволить себе ее купить. О пользе членства в клубе инвесторов и о том, как в него вступить или как его организовать, читайте во вставке "Проницательному инвестору".

РОЛЬ ПЕРСОНАЛЬНОГО КОМПЬЮТЕРА В ИНВЕСТИРОВАНИИ

В гл. 1 мы уже говорили об общедоступности персональных компьютеров и их применении в процессе инвестирования. В этом параграфе мы коротко расскажем о том, как они применяются в управлении инвестициями, и дадим подробные сведения о типах машин и периферийного оборудования, программном обеспечении, поиске информации и базах данных, а также о стоимости пользования персональным компьютером.

Персональным компьютером пользуются не только для вложения денег, но и для многих других целей, вплоть до развлечения. Он может быть использован при составлении семейного бюджета, планировании страховых взносов, оплате счетов и для слежения за текущими счетами в банке, хранения данных, а также видеоигр и так далее. Принимая решение о покупке компьютера, следует брать в расчет все дополнительные возможности.

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Как вступить в клуб инвесторов или создать такой клуб

...Вы можете захотеть вступить в клуб инвесторов или даже организовать такой клуб. Эти клубы обычно создаются в форме партнерства группами друзей, примерно по 15 человек, как способ объединения денежных ресурсов для инвестирования, чтобы в то же время можно было мобилизовать общий опыт в этом деле и оградить себя от излишних тревог.

• • •

Членство в клубе не только облегчает выбор акций. "Главная цель нашего клуба — лучше знать и понимать рынок акций, — говорит Эллен Куэст, вице-президент клуба "20/20" в Денвере, — но мы часто приглашаем лекторов по другим вопросам инвестирования. Это помогает принимать правильные финансовые решения, причем не только те, ради которых создан наш клуб". Например, последний приглашенный лектор говорил об общих правилах финансового планирования.

"В атмосфере клуба, — говорит мисс Куэст, клубу которой уже два года, — вас обогащают опыт других людей и их идеи относительно капиталовложений".

Во многих клубах проводятся также светские мероприятия. Например, совет клубов Миннеаполиса и Сент-Пола раз в году приглашает всех членов клубов этого региона на дегустацию вин и сыров.

По данным Национальной ассоциации инвесторов — бесприбыльной организации клубов инвесторов и отдельных вкладчиков, в клубах поддерживается постоянное число членов даже после "черного понедельника", когда многие индивидуальные вкладчики ушли с рынка. По оценке этой ассоциации, в США насчитывается почти 29 тыс. клубов, из которых примерно четверть является ее членами.

Возраст среднего клуба, по данным ассоциации, — более 9 лет, инвестиционный портфель — почти 110 тыс. долл. Средний семейный доход членов клуба — 61 тыс. долл. в год, причем 84% членов клуба имеют высшее образование. Возраст примерно четверти членов — моложе 40 лет и 29% — старше 60 лет; почти две трети — мужчины.

Ассоциация дает бесплатную информацию о том, как создать клуб. (Пишите по адресу: *NAIC, 1515 East Eleven Mile Road Oak, Mich. 48067* или звоните по телефону 313-543-0612.) Для того чтобы получить эти материалы, не нужно быть членом клуба. Если ваш клуб решит вступить в ассоциацию, он должен будет платить взнос 30 долл. в год плюс 8 долл. за каждого члена клуба. Вступив в ассоциацию, клуб будет получать ежемесячное издание "Как лучше вложить деньги", ему будут предос-

Использование персонального компьютера для управления инвестициями

Как институциональные инвесторы, так и обычные мелкие вкладчики все шире пользуются персональными компьютерами для управления инвестициями. Это стало возможным благодаря тому, что компьютеры стали общедоступны, стоимость самих машин и периферийного оборудования снижается и появляется новое программное обеспечение для пользователей. Сейчас уже можно купить программы для ведения учета инвестиций, для анализа деятельности компаний и оценки финансовых инструментов, для анализа данных о конъюнктуре рынка, для выбора ценных бумаг и отслеживания их курсов и рыночных оборотов, для формирования портфелей и упра-

тавлены гарантия защиты от мошенничества в размере 25 тыс. долл., а также учебные материалы и программы.

• • •

Организуя клуб, важно с самого начала четко распределить обязанности среди его членов и определить время и место для регулярных собраний. Члены клуба должны, кроме того, установить правила вступления и выхода из клуба, определить обязанности спикера клуба, методы и сроки оценки портфеля и согласовать принципы распределения дивидендов.

Клуб должен также позаботиться о хранении акций и решить проблему, как их следует регистрировать: на имя клуба, на имя уполномоченного или на так называемое "уличное имя", т.е. на имя брокерской компании, с которой работает клуб.

Брокер клуба должен обеспечить необходимый уровень обслуживания и информации за нормальное вознаграждение. Кроме того, федеральная комиссия требует, чтобы каждый клуб имел регистрационный номер налоговой инспекции и заполнял соответствующую налоговую декларацию. Если клуб имеет форму партнерства, его члены обязаны показывать свою долю прибылей и убытков в личных налоговых декларациях.

Самое важное, пожалуй, это то, что в клубе должна быть заранее выработана согласованная инвестиционная политика, чтобы по ходу дела не возникало принципиальных разногласий.

В клубе "Брейк ивен плас" состоят 20 членов, но все текущие дела ведет постоянный комитет. Половина всех членов входит в комиссию по отбору акций, принимающую решения о новых приобретениях, а другая половина — в комиссию по управлению портфелем, которая следит за динамикой показателей купленных акций и решает, продавать их или покупать еще.

"Заставляя всех так или иначе участвовать в инвестиционном процессе, мы заботимся о том, чтобы всем это было интересно", — говорит м-р Роналло. Национальная ассоциация инвесторов "очень помогла нам: она дала идеи, как создать солидную базу, чтобы самим анализировать ситуацию".

• • •

С точки зрения долговременной перспективы выдержанный и консервативный подход клубов к вложению денег представляется оправданным.

"За последние 25 лет у инвестиционных клубов в четырех случаях из пяти дела шли лучше, чем у инвесторов-профессионалов", — говорит Марк Эпплман, консультант по связям с инвесторами из Нью-Йорка.

Стратегия, не допускающая резких поворотов, и опора на средние индикаторы курсов оправдывают себя всегда, за исключением периодов устойчивых рынков "быков", когда у профессионалов появляются преимущества в операциях с ценными бумагами.

Источник: Richard T. Maturi, "Taking Stock of Investment Clubs", The New York Times, January 1, 1988, p. F-7.

вления ими, для применения разнообразных стратегий торговли финансовыми инструментами.

Потенциальное значение персонального компьютера для управления инвестициями состоит в том, что компьютер может обрабатывать большие объемы данных и тут же распечатывать полученные результаты или показывать их на экране в виде таблиц, графиков и рисунков. Таким образом, инвестор оценивает возможности покупки или перспективы продажи быстрее, точнее и в более наглядной форме, чем если бы он делал расчеты вручную, и тратит гораздо меньше такого ценного ресурса, как собственное время. Более того, компьютеру можно задать программу слежения за курсами и оборотами акций и, основываясь на этих и других переменных, просчиты-

Программная торговля — *это применение компьютера для отслеживания курсов и объемов продаж акций и просчитывания вариантов тактики операций игр для формирования либо изменения портфеля.*

вать варианты той или иной тактики операций, а также формировать либо перестраивать портфели в соответствии с теми или иными задачами. Такое использование компьютера принято называть **программной торговлей**, и к нему все чаще прибегают именно институциональные инвесторы. При помощи компьютера можно добиться более высокой точности в управлении инвестициями, так как он позволяет обращаться ко все более сложным и тонким приемам анализа и проигрывания вариантов и, кроме того, выполнять эту работу быстро, причем затраты на нее оправдываются сэкономленным временем и более высокими ожидаемыми доходами.

Компьютерная периферия

Компьютерная периферия — *это механические компоненты компьютерной системы.*

Термин **периферия** относится к материальным, а точнее, механическим компонентам компьютерной системы. Важнейший параметр периферии — это показатель объема памяти процессора, который должен быть достаточным для решения прикладных задач, встающих перед инвестором. Небольшие и недорогие персональные компьютеры обычно не годятся из-за недостаточного объема памяти. Перед тем как покупать компьютерную систему, следует определить, как она будет применяться сейчас и в более отдаленном будущем, могут ли на ней быть использованы все имеющиеся программы, можно ли ею пользоваться для получения котировок акций и другой информации службы новостей и поиска компании "Доу Джонс", а также устанавливать и поддерживать связь с компьютерными сетями и базами данных, работающими в реальном времени.

Программное обеспечение

Компьютер не нужен без соответствующего программного обеспечения. **Программное обеспечение** состоит из программ, задающих компьютеру порядок действий. По мере того как персональные компьютеры все шире входят в обиход, появляется все больше программ, которые специально предназначаются для анализа рынка ценных бумаг и оценки портфеля индивидуального вкладчика. А по мере того как персональный компьютер становится все "дружелюбнее" к пользователю (его не так трудно понимать, на нем все удобнее работать), инвесторам все легче составлять собственные программы, более точно соответствующие их оценочным моделям.

Начнем с того, что компания "Доу Джонс" публикует перечень компьютерных программ, предназначенных для решения стандартных инвестиционных задач. Программы предлагаются и другими компаниями. Как работают эти программы, мы покажем ниже на примере трех прикладных программ компании "Доу Джонс".

Исследовательская программа компании "Доу Джонс" PLUS™

Вот как рекламируется эта программа в изданиях компании "Доу Джонс": «Программа технического анализа (см. гл. 8), способная обрабатывать фактическую информацию о курсах и объемах продаж службы новостей и поиска компании "Доу Джонс" за 15-летний период и строить графики, показывающие основные тенденции отдельных выпусков акций, а также рынка в целом. Может отбирать информацию с выводом на экран, имеет систему

ключей, определяемых пользователем, работает с электронными таблицами большого формата, позволяет анализировать портфели и рассчитывать стратегии управления, обладает усиленными графическими возможностями».

Управляющая программа компании "Доу Джонс" PLUS 2.0™

Компания "Доу Джонс "разработала эту программу для инвесторов трех различных уровней. Версия 2.0 разработана для профессионалов и индивидуальных вкладчиков. Рекламные объявления компании так говорят о ней: «Предназначена для всех, кто имеет один или более инвестиционных портфелей. Дает возможность пользователям свести к минимуму налоговые обязательства, следит за комиссионными выплатами и поступлением дивидендов, показывает отчетность и обеспечивает доступ к информации службы новостей и поиска компании "Доу Джонс". Позволяет вести бухгалтерский учет, определять налогооблагаемый доход по пакетам ценных бумаг и автоматически обновлять информацию о курсах. Может обслуживать одновременно до 256 портфелей и до 1500 выпусков ценных бумаг».

Информационная программа компании "Доу Джонс" "Spreadsheet Link™"

Эта программа описывается следующим образом: «Дает возможность менеджерам корпораций, ответственным за планирование и анализ конкурентных позиций, а также инвесторам и исследователям получать данные службы новостей и поиска компании "Доу Джонс" и вести полную обработку этих данных при помощи программ *Lotus 1-2-3, Symphony, Multiplan и VisiCalc.* Повышает ценность электронных таблиц, так как соединяет их с постоянно обновляемыми финансовыми показателями. Программа ведет запись в автоматическом режиме, отбирает заданные сведения и вводит их в таблицы для последующего анализа».

Службы новостей и поиска и базы данных

Базы данных — *это специально организованные подборки текущей и ретроспективной информации.*

Компьютерная техника бесполезна без программного обеспечения, и точно так же ценность персональных компьютеров невелика без обращения к той информации, которую обеспечивают службы новостей и поиска, а также базы данных — специально организованные подборки как текущей, так и ретроспективной информации. Как будет показано в гл. 7 и 8, для анализа инвестиций требуется большое количество экономической и финансовой информации, и чем она новее, тем лучше. (Как только вы начнете заниматься инвестициями, то сразу заметите, что курсы ценных бумаг быстро реагируют на всякие неожиданности.)

Профессиональные инвесторы постоянно держат в поле зрения множество источников информации, и как только происходят какие-либо важные события, они почти автоматически продают или покупают ценные бумаги. Владельцу персонального компьютера не только доступна текущая информация, но он может вносить ее в свою базу данных. Следует отметить, что когда мы говорили об исследовательской программе *PLUS™* компании "Доу Джонс", то уже упоминали о том, что она автоматически собирает фа-

ТАБЛИЦА 3.3 Основные виды информации для инвесторов, предоставляемые службой новостей и поиска фирмы "Доу Джонс"

Деловые новости

//DJNEWS **Новости "Доу Джонс"^{SM}**

- Телеграммы службы компании "Доу Джонс" и подборки статей из "Уолл-стрит джорнэл" и "Бэррон'з" в сокращенном изложении.
- Срочные материалы — давность 90 с, прошлые — 90-дневные. Легко найти нужную компанию, отрасль или показатель.

//BUSINESS **Обзоры финансов и бизнеса**

- Непрерывно обновляемые сообщения о финансах и бизнесе, отобранные из материалов "Уолл-стрит джорнэл", службы новостей и поиска компании "Доу Джонс" и других информационных агентств.
- Последние новости американской и мировой экономики.
- Перекрестные ссылки на соответствующую информацию службы новостей и поиска компании "Доу Джонс".

//CMR **Репортажи с рынка капиталов и финансовых фьючерсов^{SM}**

- Телеграфные сообщения о текущем состоянии всех мировых рынков ценных бумаг с фиксированным доходом и финансовых фьючерсов.

//TEXT **Служба поиска текстового материала^{SM}**

- "Уолл-стрит джорнэл": полные тексты всех статей, опубликованных и принятых к публикации начиная с января 1984 г.
- Новости компании "Доу Джонс": подборки статей службы новостей и поиска компании "Доу Джонс" и статей из "Уолл-стрит джорнэл" и "Бэррон'з" в сокращенном изложении начиная с июня 1979 г.
- "Бэррон'з": полные тексты статей, опубликованных в "Бэррон'з" начиная с января 1987 г.
- "Вашингтон пост": полные тексты избранных статей из "Вашингтон пост" начиная с января 1984 г.
- Деловая библиотека: полные тексты избранных статей из "Форбс", "Форчун", "Мани", "Америкен демогрэфикс", "Файнэншл уорлд", полные тексты пресс-релизов служб новостей США и службы экономической информации Японии начиная с января 1985 г.
- Деловые новости: полные тексты избранных статей из более чем 140 изданий местной деловой прессы начиная с января 1985 г.
- Газетные сообщения: полные тексты статей из 13 местных газет, сообщений двух телеграфных служб агентства "Ассошиэйтед пресс", "Конгрешнл куортерли", службы новостей "Ганнет" и "Ю-эс-эй тудэй". (Газетные сообщения не включаются в подборки//"TEXT ALL Command".)

//KYODO **Ежедневная экономическая пресса Японии**

- Передача в тот же день главных новостей о деловой жизни, финансах и политических событиях в Японии агентством "Киодо цусин".

Новости общего характера

//NEWS **Международные репортажи службы новостей и поиска^{SM}**

- Непрерывно обновляемые сообщения агентства "Ассошиэйтед пресс", службы новостей и поиска компании "Доу Джонс" и радиотелевизионных компаний о новостях Америки и всего мира.

//SPORTS **Спортивные сообщения службы новостей и поиска^{SM}**

- Непрерывно обновляемые сообщения, результаты игр, спортивная статистика, ранжирование команд по результатам и программы соревнований по всем основным видам спорта.

//WTHR **Метеосводки службы новостей и поиска^{SM}**

- Прогнозы погоды службы "Accu-WeatherR" по более чем 100 городам Америки и всего мира.
- Статистика и прогнозы по компаниям и отраслям

//DSCLO **Информация о фирмах в режиме on-line**

- Подборки информации из форм 10-K, кратких рекламных проспектов компаний и другие сведения о более чем 12 000 открытых корпораций США, взятые из отчетов перед Комиссией по ценным бумагам и биржам.

//EPS **Оценки доходов компаний службой "Закс"^{SM}**

- Согласованные оценки доходности акций и прогнозы доходности по более чем 4800 компаниям. Прогнозные оценки прибылей по отраслям и списки акций с показателями выше и ниже прогнозных.

//INSIDER **Монитор операций с ценными бумагами на основе внутренней информации**

- Сведения о сделках на основе внутренней информации со 100 и более ценными бумагами по более

ТАБЛИЦА 3.3
(продолжение)

чем 6500 открытым корпорациям и примерно 60 000 физических лиц (директорам и менеджерам компаний, акционерам—владельцам пакетов более чем в 10% акций).

//INVEST **Информация для инвесторов**
- Полные тексты более чем 20 000 аналитических обзоров, составленных ведущими биржевыми брокерами, аналитиками инвестиционных банков и других учреждений.
- Охватывает свыше 4000 американских и канадских компаний в 52 отраслях.
- Дает ретроспективную и текущую информацию и прогнозы по маркетингу и финансам.

//MG **Общие финансовые сведения**
- Подробная финансовая информация по 5400 компаниям и 180 отраслям.
- В числе основных показателей: доходы, прибыли, дивиденды, обороты, финансовые коэффициенты, распределение акций, динамика курсов.
- Дает возможность сравнивать данные по двум фирмам, по фирме и отрасли, по двум отраслям, выводя их одновременно на дисплей.

//MMS **Еженедельные аналитические обзоры рынков^{SM}**
- Еженедельные обзоры денежного рынка США и валютных рынков.
- Прогнозы денежных и экономических показателей (средние варианты).
- Еженедельные аналитические обзоры рынков облигаций, иностранных валют и акций.

//SP **Информация "Стэндард энд пур'з"® на вашем дисплее**
- Краткие сведения о 4700 компаниях, включая прибыли, дивиденды, показатели ликвидности ценных бумаг за последние 4 года.
- Оценки состояния компаний и их прибылей, разработанные *S&P* для всех ведущих компаний.

Профиль и отчеты компаний

//QUICK **"Быстрый поиск" "Доу Джонс"^{SM}**
- Одной командой вы выведете на дисплей полный отчет о деятельности компании, составленный по многочисленным источникам службы новостей и поиска компании "Доу Джонс".

//TRACK **Служба слежения^{SM}**
- Подбирает по заказу клиента портфели данных по 125 компаниям и отраслям и автоматически отслеживает соответствующие сообщения о них и котировки.

Котировки и средние рыночные индикаторы

//CQE **Текущие котировки для клиентов** (минимум через 15 мин в часы работы бирж)
- Котировки обыкновенных акций (специальная форма *News Alert*).
- Котировки привилегированных акций, варрантов, облигаций американских и зарубежных эмитентов, бумаг взаимных фондов, векселей Казначейства США, опционов.

//HQ **Прошлые котировки**
- Максимальные и минимальные курсы, курсы на момент закрытия бирж, объемы продаж отдельных выпусков акций, а также составные индексы.
- Ежемесячные сводки курсов акций начиная с 1979 г., ежеквартальные — с 1978 г.

//FUTURES **Фьючерсные котировки**
- Текущие (через 10—30 мин) и прошлые котировки более чем 80 товарных фьючерсов на главных биржах Северной Америки, непрерывно обновляемые в часы работы биржи.
- Ежедневно курсы на момент открытия торгов, максимальные, минимальные, курсы на момент закрытия, курсы окончательного расчета.
- Ежедневные объемы сделок, объемы открытых позиций, самые высокие и самые низкие курсы за время обращения ценных бумаг.

//DJA **Ретроспективные средние "Доу Джонс"®**
- Прошлые средние котировки, включая максимальные и минимальные курсы дня, курсы на момент закрытия торгов, объемы сделок за последний год по акциям промышленных и транспортных компаний, предприятий сферы услуг и сводные индексы для 65 акций.

//FIDELITY **Экспресс-информация фирмы "Фиделити инвестор"**
- Немедленная выдача информации о сделках ценных бумаг, зарегистрированных на биржах, с льготными комиссионными фирмы "Фиделити".
- Организация портфелей для клиентов и отслеживание инвестиций по экспресс-счетам фирмы "Фиделити инвестор".

ТАБЛИЦА 3.3
(продолжение)

Деловые услуги

//OAG **Информация авиалиний®**
- Расписание полетов и тарифы 600 авиалиний во всем мире.
- Информация о гостиницах и мотелях.

//MCI **Электронная почта®**
- Электронная почта для передачи печатных и электронных сообщений, местная и международная.

//WSW **«"Неделя на Уолл-стрите" на вашем дисплее»**
- Записи четырех последних выпусков популярной телевизионной программы "Неделя на Уолл-стрите".

Услуги общего характера

//STORE **"Магазин на вашем дисплее"**
- Электронный каталог, охватывающий 250 000 фирменных товаров, реализуемых со скидкой: начиная от товаров для дома и спортивных товаров и кончая деликатесными продуктами.

//ENCYC **Академическое издание американской энциклопедии®**
- Более 30 000 научных статей, содержит краткие описания отраслей промышленности, финансов, а также научных проблем.
- Обновление текстов каждый квартал.

//SCHOOL **Служба выбора колледжей "Петерсон"SM**
- Руководство "Петерсона" по выбору колледжей и университетов с двух- и четырехгодичными программами обучения.
- Помощь в выборе по размерам, трудности поступления, местоположению, стоимости обучения, возможности получения финансовой поддержки, профилирующим дисциплинам.

//MOVIES **Обзоры кинофильмов**
- Обзоры последних кинофильмов, а также тысяч фильмов, выпущенных на экран начиная с 1926 г.

//BOOKS **Книжные рецензии и обзоры фирмы "Мэйджил"**
- Обзоры новейшей художественной и другой литературы, обновляемые еженедельно.
- Справочные инструменты на дисплее

//FYI **К вашему сведению**
- Бесплатно на вашем дисплее — периодическая информация о службе новостей и поиска компании "Доу Джонс".
- Объявления о новых базах данных, изменении содержания, тарифов, различных предложениях пользователям, другая важная информация.

//MENU **Главные "меню" для пользователей**
- Полный список информации, которой располагает служба, с инструкциями о правилах доступа к каждой базе данных.

//SYMBOL **Директория символов службы новостей и поискаSM**
- Полный список символов и кодов, применяемых для компьютерного доступа к данным службы новостей и поиска.
- Обновляется ежедневно.

//DEFINE **Терминология Уолл-стритаSM**
- Свыше 2000 терминов из области бизнеса и финансов, употребляемых профессиональными инвесторами.

Источник: Dow Jones News/Retrieval Summary of Information Services, May 1989.

ктические данные о курсах и объемах продаж и использует их для обновления графиков и схем. По мере того как компьютерная периферия и программное обеспечение становятся более дешевыми, доступ к системам сбора и поиска данных также становится все проще для массовых пользователей. В настоящее время бесспорным лидером по программам инвестиционных новостей и поиска данных является компания "Доу Джонс". В табл. 3.3 приведен список важнейших информационных услуг для инвесторов, которые предлагает служба новостей и поиска данных этой компании. Цены на эти услуги зависят от того, в какое время пользователь хотел бы подклю-

чаться к системе: для "прайм-тайм", т.е. приоритетного времени, цены одни, для остального времени подключения — другие. Например, котировки в приоритетное время стоят по 1 долл. за минуту, а в остальное время — 0,2 долл. за минуту; большинство услуг службы бизнеса и инвестиций стоят, соответственно 1,3 и 0,8 долл. за минуту. Кроме того, с индивидуальных абонентов в настоящее время берется единовременная плата 30 долл. плюс годовой взнос в 18 долл., который не взимается только в первый год обслуживания. (Следует отметить, что для научных учреждений компания "Доу Джонс" устанавливает особые тарифы.)

Кроме того программного обеспечения, о котором мы здесь рассказали, есть также много других компьютерных программ, обслуживающих потребности инвесторов. Мы рассмотрим их в приложениях в конце каждой из шести частей настоящей книги. В этих приложениях, названных "*Компьютерное обеспечение инвестиций*", приводятся краткие сведения о том, как можно пользоваться компьютерами для управления инвестициями, а также описание ряда наиболее распространенных программ.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Информация для инвесторов бывает описательной или аналитической, при этом ее качество может быть весьма различным. Она также делится на экономическую и текущую информацию общего характера, информацию по отраслям и фирмам, информацию о различных финансовых инструментах, о курсах, об индивидуальных инвестиционных стратегиях.

- К числу основных источников экономической и текущей информации общего характера относятся финансовые газеты, например "Уолл-стрит джорнэл", и общеполитические газеты, такие, как "Ю-эс-эй тудэй", журналы типа "Бизнес уик" и "Форбс" и специальные подписные информационные бюллетени, например "Киплинджер Вашингтон леттер".

- Информацию по отраслям и компаниям можно найти в отраслевых изданиях, в отчетах компаний перед акционерами, а также в подписных информационных бюллетенях. К числу важнейших подписных бюллетеней относятся издания фирмы "Стэндард энд пур'з", агентства "Муди'з инвестор сёрвисиз" и "Вэлью Лайн инвестмент сёрвей". Стоимость этих бюллетеней различна; многие из них можно получить бесплатно в брокерских фирмах и университетских библиотеках.

- Брокерские фирмы бесплатно предоставляют клиентам проспекты эмиссий и аналитические обзоры своих операционных отделов. Также можно получать по подписке инвестиционные письма, содержащие аналитические данные наряду с заключениями и рекомендациями экспертов.

- Информацию о курсах и доходности отдельных ценных бумаг можно получать из различных источников. Котировки курсов можно получать у биржевых брокеров, а также из выпусков финансовых новостей. Са-

мые подробные и свежие котировки публикуются на страницах "Уолл-стрит джорнэл", "Бэррон'з" и "Инвесторз дэйли".

- Чтобы быть постоянно в курсе событий на рынке ценных бумаг, инвесторы следят за средними индикаторами и индексами фондового рынка. Чаще всего используются средние Доу Джонса, в том числе промышленная средняя Доу Джонса *(DJIA)*. К числу других популярных индексов и средних индикаторов относятся индексы корпорации "Стэндард энд пур'з", индексы Нью-Йоркской и Американской фондовых бирж, индекс *NASDAQ* и средние индикаторы "Вэлью Лайн".
- В качестве индикаторов рынка облигаций нередко используются средние доходности инвестиций и средние курсов. К числу самых распространенных относятся средние индикаторы Доу Джонса для облигаций. Статистические показатели рынков акций и облигаций ежедневно публикуются в "Уолл-стрит джорнэл", а в виде недельных сводок — в "Бэррон'з".
- Индекс портфеля мелкого вкладчика публикуется в журнале "Мани" и в еженедельной газете "Ю-эс-эй тудэй". Он дает индивидуальным инвесторам критерии, которыми можно пользоваться для оценки состава и доходности портфеля.
- Консультантами по инвестированию обычно выступают специалисты по финансовому планированию, биржевые брокеры, работники банков, работники агентств, публикующих подписную финансовую информацию, а также лица, работающие консультантами в индивидуальном порядке и в штате консалтинговых фирм. Они берут вознаграждение в размере от 0,25 до 2% стоимости портфеля, причем их услуги нередко регулируются федеральным законом или законом штата. Индивидуальные инвесторы для получения рекомендаций и обмена опытом обращаются в клубы инвесторов.
- В управлении инвестициями с успехом применяются персональные компьютеры. Компьютерная система состоит из периферии, программного обеспечения, подборок электронной службы новостей и баз данных. Компания "Доу Джонс" выпустила ряд компьютерных программ, нацеленных на решение типичных задач, связанных с инвестициями. Умея пользоваться персональным компьютером, инвестор может сам выполнять функции консультанта и экономить деньги.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Дайте определение видам информации и укажите на различия между ними:

   а) описательная;
   б) аналитическая.

2. Объясните, насколько экономически оправданны затраты на ту или иную экономическую информацию или консультацию. Не забудьте обдумать следующие параметры:

   а) выигрыш;
   б) затраты;
   в) качество информации.

3. Перечислите несколько наиболее популярных периодических изданий по финансам и бизнесу и коротко расскажите об изданиях, публикующих:

   а) финансовые новости;
   б) новости общего характера;
   в) новости бизнеса.

4. Расскажите о том, что дают специальные подписные издания для более глубокого понимания общих условий экономики и бизнеса.

5. Дайте краткую характеристику перечисленных ниже источников информации. Расскажите о том, какого рода информацию можно почерпнуть из каждого из них:

   а) отчеты компаний перед акционерами;
   б) форма 10-К;
   в) сводки движения курсов акций, составляемые корпорацией "Стэндард энд пур'з";
   г) справочники "Муди'з" по обыкновенным акциям.

6. Перечислите, какие периодические издания можно получить по подписке у следующих фирм, и коротко расскажите о каждом из них:

   а) корпорация "Стэндард энд пур'з";
   б) агентство "Муди'з инвестор сéрвисиз";
   в) "Вэлью Лайн инвестмент сёрвей".

7. Расскажите о том, какого рода информацию и по каким ценам можно получить из:

   а) проспектов эмиссии;
   б) аналитических обзоров, составляемых операционными отделами брокерских фирм;
   в) инвестиционных бюллетеней.

8. Что такое котировки ценных бумаг? Расскажите о различных источниках информации, из которых индивидуальный вкладчик может узнать об этих котировках.

9. Объясните, что такое средние индикаторы и индексы рынка акций и как ими пользоваться. Объясните, как при помощи такого индикатора или индекса определяются общая тенденция рынка, повышательная или понижательная.

10. Перечислите основные средние индикаторы и индексы, рассчитываемые: 1) компанией "Доу Джонс"; 2) корпорацией "Стэндард энд пур'з". Укажите, какое число ценных бумаг учитывается при расчете каждого из них и откуда берется информация. Где легче всего найти данные этих расчетов?

11. Коротко опишите состав и общий смысл следующих индексов:

   а) индексы Нью-Йоркской фондовой биржи;
   б) индексы Американской фондовой биржи;
   в) индексы *NASDAQ*;
   г) сводный индикатор "Вэлью Лайн".

12. Расскажите о том, как следующие показатели помогают в оценке состояния рынка облигаций:

   а) доходность облигаций;
   б) средние индикаторы Доу Джонса для облигаций;
   в) статистика облигаций Нью-Йоркской фондовой биржи.

13. Дайте краткую характеристику индекса портфеля мелкого инвестора, публикуемого в журнале "Мани". Как может индивидуальный вкладчик пользоваться этим индексом для оценки своего портфеля?

14. Что такое личное финансовое планирование? Кто такой специалист по финансовому планированию? Что он может предложить как консультант по инвестированию?

15. Расскажите о том, какую роль в консультировании по инвестициям играют:

   а) биржевые брокеры;

б) служащие банков;
в) агентства подписной финансовой информации;
г) индивидуальные консультанты и консалтинговые фирмы.

16. Какова стоимость консультационных услуг по инвестициям? Какой минимальный размер портфеля нужен для обращения к профессиональным консультантам? Что надо учитывать, принимая решение об обращении к ним?

17. Что такое клуб инвесторов? Какие преимущества он дает мелким вкладчикам?

18. Чем объясняется столь заметный в последнее время быстрый рост применения персональных компьютеров для управления инвестициями? Как инвесторы используют свои компьютеры? Что такое программная торговля?

19. Как применяются компьютерная периферия, программное обеспечение и базы данных для формирования компьютерной системы? Что следует учитывать, принимая решение о приобретении такой системы? Стали бы вы советовать инвестору, располагающему портфелем в 5000 долл., покупать такую систему?

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

3.1. Программа чтения для Гарри

Гарри Мак недавно окончил один из крупных университетов на Западном побережье, получил диплом специалиста по средствам связи и нашел работу в крупном рекламном агентстве в Сан-Франциско, фирме "Аллен бразерс". На последнем курсе университета Гарри по совету своего близкого друга выбрал факультативный курс под названием "Основы инвестирования". Он считает, что этот курс, прочитанный Алексом Кроком, который всего 20 лет назад приехал из России и из нищего иммигранта стал мультимиллионером, принес ему большую пользу. Гарри надеется, что он, как и профессор Крок, тоже когда-нибудь сделает себе состояние на рынке ценных бумаг.

Поступив на работу, Гарри мечтает набраться опыта, следя за текущими экономическими и общеполитическими событиями, а также за динамикой рынка ценных бумаг. Прежде чем начать выбор самых достойных ценных бумаг для инвестирования, он хочет за два-три года как следует разобраться в вопросах экономической конъюнктуры и поведения фондовых рынков. Гарри считает, что к тому моменту, когда он накопит достаточно денег для инвестирования, это поможет ему в выборе ценных бумаг. Он не слишком высоко оценивает свои шансы сделать большое состояние на вложениях в ценные бумаги, но очень надеется на то, что, лучше узнав особенности экономической конъюнктуры и поведения фондовых рынков, он эти шансы увеличит. Гарри планирует заниматься главным образом чтением статей по экономике и бизнесу и следить за различными показателями фондового рынка. У него только два ограничителя: он может выделить всего 250 долл. в год на информацию и 12 ч в неделю на чтение материалов.

Вопросы

1. Перечислите и опишите главные источники информации, к которым сможет обращаться Гарри.
2. Перечислите и опишите основные периодические издания, которые могут заинтересовать Гарри, поскольку он хочет заниматься инвестициями в акции и облигации.
3. Объясните Гарри, какие индикаторы будут ему особенно нужны, если он хочет следить за конъюнктурой рынков акций и облигаций и правильно оценивать состояние портфеля мелкого вкладчика. Посоветуйте ему, какие именно показатели придется постоянно держать в поле зрения:
   а) средние индикаторы и индексы рынка акций;
   б) индикаторы рынка облигаций;
   в) индекс портфеля мелкого вкладчика, публикуемый в журнале "Мани".

4. Порекомендуйте, что ему следует читать регулярно, исходя из ограниченных средств и времени. Укажите специальные публикации и отметьте, какие разделы в них Гарри придется прочитывать. Не забудьте объяснить, почему вы рекомендуете то или иное издание.

3.2. Богатый дядюшка и наследство супругов Перес

У Анхеля и Марии Перес небольшая бильярдная, расположенная в южном районе шт. Нью-Джерси. Они владеют этим заведением уже около трех лет и любят свое дело. Анхель, в прошлом профессиональный игрок в бильярд, копил на покупку своего заведения почти 10 лет, и оно полностью свободно от долгов. Бильярдная приносит доход, на который вполне безбедно живут Анхель, Мария и двое детей, десятилетняя Мэри и четырехлетний Хосе. У Анхеля только среднее образование, но он очень любит читать текущую прессу и сообщения о рынке потребительских товаров. Больше всего ему нравится журнал "Консьюмер рипортс", который помог ему во многих приобретениях. Так как ему приходится долго находиться в бильярдной, Анхель может читать по три-четыре часа в день (в рабочее время).

Недавно Анхель и Мария получили сообщение о наследстве — портфеле акций и облигаций рыночной стоимостью в 300 000 долл. Они были рады такому богатству, но решили, что наследство не должно изменить стиль их жизни. Они хотят нежданное богатство потратить на то, чтобы дать детям высшее образование, а также что-то отложить себе на старость. Они решили, что, как и покойный дядюшка, будут держать эти деньги в акциях и облигациях. Анхель понял, что в этом случае ему придется как следует ознакомиться с ценными бумагами из дядюшкиного портфеля. Он отдает себе отчет в том, что если ему придется самостоятельно управлять этим портфелем, то надо будет следить за состоянием фондовых рынков и экономики в целом. Кроме того, он понимает, что ему придется отслеживать движение курса каждой ценной бумаги в отдельности и регулярно искать возможную замену на случай, если условия будут меняться. У Анхеля достаточно времени, чтобы этим заниматься, и он совершенно уверен в том, что, располагая нужной информацией, справится с управлением своим портфелем. Поскольку портфель большой, Анхеля не волнуют затраты — для него важнее иметь лучшую информацию по приемлемым ценам.

Вопросы

1. Расскажите, как могут помочь Анхелю такие издания, как "Уолл-стрит джорнэл" и "Бэррон'з". Какие еще общеэкономические и политические издания вы посоветовали бы читать Анхелю?
2. Каким образом Анхель мог бы получать сведения о ценных бумагах из своего портфеля, обратившись к услугам корпорации "Стэндард энд пур'з" и службы "Муди'з инвестор сёрвисиз", а также к бюллетеню "Вэлью Лайн инвестмент сёрвей"? Что из этих изданий вы посоветовали бы и почему?
3. Объясните Анхелю, почему ему следовало бы обратиться к биржевому брокеру и какую информацию и советы может дать брокер.
4. Расскажите, на какие виды информации и рекомендаций может рассчитывать Анхель. Посоветуете ли вы ему нанять консультанта для управления портфелем? Объясните, что это ему даст и сколько будет стоить.
5. Дайте Анхелю общие сведения о том, каким образом ему нужно быть в курсе дела и на какие советы следует рассчитывать, с тем чтобы богатство, доставшееся в наследство, сохранялось и росло.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

American Association of Individual Investors. *The Individual Investor's Microcomputer Resource Guide*, 6th edition. Chicago: International Publishing Corporation, 1988.

Geise, William. "The 'Club' for Do-It-Yourself Investors". *Changing Times*, December 1988, pp. 73—77.
Kichen, Steve. "Investing by the Numbers". *Forbes*, June 27, 1988, pp. 196—198.
Lesko, Matthew. *The Investor's Information Sourcebook.* New York: Harper & Row, Publishers, 1988.
Paulson, Morton C. "You Know All About the Dow. But Did You Know It's One of the Least Useful Indexes?" *Changing Times*, December 1988, p. 19.
Peers, Alexandra. "Keep Registration for Small Advisers. Critics of SEC Say". *The Wall Street Journal*, February 1, 1989, p. C1.
Schiffres, Manuel. "How to Know What the Pros Know". *Changing Times*, October 1988, p. 107.
Smith, Priscilla Ann. "Gearing Up: More Small Investors Turn to Computers for Assistance". *The Wall Street Journal*, June 25, 1987, p. 27.
Updegrave, Walter L. "How to Launch an Investment Club". Money, May 1989, pp. 117—125.
Walbert, Laura R. "Shopping For Advice". *Forbes*, June 27, 1988, pp. 260—262.

Глава 4
Разработка стратегий инвестирования

Изучив эту главу, вы сможете:

- Описать распространенные цели инвестирования и роль страхования жизни в инвестиционных программах.
- Объяснить методы, применяемые для создания инвестиционных программ, и изменения, которые происходят в процессе инвестирования в зависимости от различных условий среды и в течение жизненного цикла самого инвестора.
- Обобщить основные источники налогообложения, разновидности облагаемого налогом дохода и потенциальное влияние каждого из них на инвестора.
- Понять роль ликвидности и основные факторы, которые необходимо учитывать, выбирая краткосрочные ценные бумаги, отвечающие требованиям ликвидности.
- Определять соответствующие достоинства и пригодность распространенных краткосрочных вложений, включая их доступность, надежность, ликвидность и доходность.
- Обсудить роль планирования выхода на пенсию и основные типы пенсионных программ, включая самоуправляемые планы Кеога и индивидуальные пенсионные схемы.

Корабль в море может двигаться вперед к желаемому пункту назначения только при наличии необходимых навигационных средств и при знании дела. Соответственно достижение ваших финансовых целей в жизни может быть осуществлено только при использовании тщательно выбранных инвестиционных стратегий и методов. Прежде всего следует обратить внимание на то, чтобы принять меры на случай различных непредвиденных обстоятельств, используя страхование жизни и учитывая воздействия изменений экономической среды и жизненного цикла. К тому же инвестор должен иметь представление о различных налогах и их возможном влиянии на доходность инвестиций. Сохранение соответствующего уровня ликвидности и планирование выхода на пенсию также должны учитываться при разработке успешной инвестиционной программы. Инвесторы нуждаются в определенном уровне ликвидности, чтобы иметь возможность гибкого выбора и достойной встречи непредвиденных критических событий; в то же время часть портфеля должна быть предназначена для обеспечения дохода при выходе на пенсию. Для разработки инвестиционных стратегий инвесторы должны определять инвестиционные цели и программы в свете налогового законодательства, потребности в ликвидности и пенсионного обеспечения. Мы начинаем эту главу с оценки инвестиционных целей и программ.

ЦЕЛИ И ПЛАНЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Инвестиционный план — *это письменный документ, отражающий инвестиционные цели, способы инвестирования, сроки достижения целей, размер приемлемого риска.*

Важное значение имеет постановка инвестиционных целей и вытекающих из них финансовых задач. Как только цели поставлены, должен быть разработан **инвестиционный план** — письменный документ, объясняющий, как будут инвестированы средства. Для каждой цели должны быть установлены срок достижения и размер приемлемого риска. Как правило, чем важнее финансовая цель, тем меньше должен быть допустимый риск. Инвестиционные планы следует разрабатывать таким образом, чтобы учитывать налоги и обеспечивать необходимое "покрытие" для страхования жизни и выполнения требования ликвидности. В данной главе рассматриваются инвестиционные цели, потребности страхования жизни, инвестиционная программа и влияние экономической среды и жизненного цикла.

Инвестиционные цели

Инвестиционные цели — *это финансовые задачи, которые стремится решить инвестор.*

Инвестиционные цели — это финансовые задачи, которые инвестор стремится решить, вкладывая средства в любой из имеющихся инструментов инвестирования. Очевидно, что инвестиционные цели обусловливают выбор видов инвестиционных инструментов. К широко распространенным целям инвестирования относят: 1) увеличение текущего дохода; 2) сбережение средств для будущих крупных расходов; 3) накопление средств в пенсионных фондах; 4) защиту дохода от налогообложения.

Текущий доход

Способность инвестиционного инструмента увеличивать текущий доход зависит от суммы дохода (обычно дивидендов или процентов), которую он обеспечивает. Лица, ушедшие на пенсию, как правило, выбирают те виды инвестирования, которые приносят ***высокий текущий доход при низком риске***, поскольку сумма других источников их пенсионного дохода, вероятно,

ниже уровня дохода, получаемого ими до выхода на пенсию. Концентрация внимания на "стрижке купонов" высокодоходных облигаций — это обоснованный способ действий, которому желательно было бы следовать большинству пожилых граждан в этот период жизни.

Другой распространенной причиной поиска дополнительного текущего дохода является необходимость длительного дорогостоящего лечения. Даже в случае страховки такие повторяющиеся периодически затраты могут лечь тяжким бременем на семейный бюджет, если он не пополняется дополнительным доходом.

Крупные расходы

Часто семьи годами откладывают деньги, чтобы накопить суммы, необходимые для нескольких крупных расходов. Наиболее распространенными из таких расходов являются: 1) первоначальный взнос наличными за дом; 2) обучение детей в колледже; 3) дорогостоящий, возможно, "раз за всю жизнь", отпуск; 4) накопление капитала для начала собственного дела; 5) покупка особенной вещи (возможно, ювелирного украшения или антиквариата). Когда необходимая сумма денег известна, можно выбрать соответствующий тип инвестирования. Например, вложение крупной суммы в облигации, срок погашения которых наступит в том году, когда эта сумма необходима, представляет собой вложение с невысоким риском. Напротив, более рискованным было бы инвестирование какой-либо суммы на определенный период, скажем, во взаимный фонд, который относится к категории растущих, и поэтому инвестор не знает, какова будет стоимость этого вложения в будущем. В отличие от других случаев для таких целей, как первоначальный взнос за дом или оплата образования детей, следовало бы ориентироваться на низкий инвестиционный риск, поскольку достижение этих важных целей не следует, по возможности, подвергать опасности.

Выход на пенсию

Накопление средств для пенсионного периода жизни — *одна из наиболее важных причин инвестирования.* Однако слишком часто планирование выхода на пенсию занимает у людей незначительную часть времени, поскольку многие имеют тенденцию полагаться в этих случаях главным образом на социальное обеспечение и работодателя, которые должны этим заниматься. Крайне важно проверить, какие суммы реально могут поступить из этих источников, и решить в соответствии с вашими целями, *достаточны ли эти средства для удовлетворения ваших потребностей.* Если они недостаточны, то эти источники следует дополнить вашей индивидуальной программой инвестирования. Чем в более раннем возрасте вы сделаете оценку ваших нужд в пенсионном возрасте, тем больше шанс добиться успеха в накоплении необходимой суммы. (Планы пенсионного обеспечения будут рассмотрены подробнее в заключительном параграфе данной главы.)

Защита от налогов

Как будет показано далее в этой главе, федеральные законы о налогообложении доходов отнюдь не считают все источники дохода одинаковыми. Например, если вы владеете и активно участвуете в управлении недвижимым

имуществом, приносящим ренту, то можете, в отличие от других источников дохода, снизить сумму налогооблагаемых доходов за счет амортизационных отчислений, таким образом уменьшив ваш конечный облагаемый налогом доход. Такая экономия на налогах может сделать недвижимость привлекательным объектом вложения средств *для некоторой категории инвесторов*, даже если доходность инвестиций до обложения налогом может казаться не очень высокой. Закон о налоговой реформе от 1986 г. сделал укрытие дохода от налогообложения значительно более затруднительным; но несмотря на это, такая цель для некоторых инвесторов все еще сопутствует сбережениям на случай крупных расходов или выхода на пенсию. Очевидно, если инвестор может избежать уплаты налогов (или отсрочить ее) на доходы от инвестиций, то он при прочих равных условиях будет располагать бóльшим капиталом для реинвестирования.

Удовлетворение потребностей страхования жизни

Страховой полис — *это контракт между страхователем и страховщиком, который требует от страхователя внесения периодических страховых взносов в обмен на обязательство страховщика покрыть убытки в соответствии с установленными условиями.*

Страхование жизни рассматривается как важный элемент инвестиционного планирования по двум причинам: 1) защищает от последствий, которые могут неблагоприятно сказаться на финансовом состоянии; 2) может обеспечить некоторые долгосрочные денежные пособия. **Страховой полис** — это контракт между страхователем (вами) и страховщиком (страховой компанией), который требует от страхователя внесения периодических страховых взносов в обмен на обязательство страховщика покрыть убытки в соответствии с установленными условиями. Решения, связанные с покупкой страховых полисов, могут влиять на сумму капитала для инвестирования. Следовательно, важно, чтобы вы тщательно выбирали страховку, поскольку затраты и выгоды могут широко варьироваться от одной компании к другой. Хотя покупка страхового полиса относится к категории необходимых расходов, следует учитывать, что эти затраты отвлекают капитал, который мог бы быть эффективно вложен в любой другой альтернативный инструмент инвестирования.

Основы страхования

Существующие разновидности страхования можно разделить на три основные группы: страхование жизни, медицинское страхование и страхование имущества и гражданской ответственности. Хотя каждый вид обеспечивает различные типы защиты, все они имеют некоторые общие черты: любая форма страхования связана с риском, механизмом обеспечения страхового покрытия и определением страхуемой части риска.

Риск в страховании — *это неопределенность получения убытков.*

Страхование — *это механизм, позволяющий уменьшить финансовый риск путем распределения потерь, связанных с возможностью возникновения непредвиденных обстоятельств.*

Риск в страховании. Понятие риск, которое используется в страховании, означает неопределенность наступления ситуации убытков. Поскольку последствия экономических убытков всегда неблагоприятны, одним из способов избежать таких потерь является покупка страхового полиса.

Механизм страхования. Страхование — это механизм, позволяющий людям уменьшать финансовый риск путем распределения убытков, возникающих из-за непредвиденных обстоятельств. Страховщики объединяют опыт большой группы людей и используют определенные статистические методы, позволяющие предсказывать возможные убытки. Основываясь на таких

предсказаниях, они устанавливают рейтинги потерь и связанную с ними структуру страховых взносов. Каждый страхователь уплачивает небольшой страховой взнос (связанный с размером покрытия ущерба) страховой компании в обмен на ее обязательство возместить ущерб этому лицу в установленном размере. Полагаясь на закон больших чисел, страховщик может достаточно точно предсказать размер потерь, которые ему придется возместить в течение данного периода. Страхователь извлекает выгоду из возможности *переложить риск* на страховщика. В свою очередь, страховщик, если он правильно предвидит действительные потери, получит прибыль, которая заложена во взносы, уплачиваемые страхующимися.

Характеристики страхуемого риска. Для того чтобы риск был подвержен страхованию, он должен иметь следующие характеристики: 1) должна существовать большая группа лиц с одинаковой расположенностью к конкретному риску; 2) опасность риска должна вытекать из непреднамеренных действий и неожиданных причин; 3) затраты на страхование должны быть относительно низкими; 4) риск не должен потенциально носить характер глобальной катастрофы, такой, как война или ядерный взрыв. Мы остановимся на страховании жизни, поскольку получение адекватного "покрытия" страхования жизни является предпосылкой осуществления инвестиционной программы.

Виды страхования жизни

Страхование жизни — *это механизм, который обеспечивает финансовую защиту семьи в случае преждевременной смерти кормильца или другого члена семьи.*

Страхование жизни создает механизм, который можно использовать для обеспечения финансовой защиты семьи в случае преждевременной смерти кормильца или любого другого члена семьи. Некоторые виды страхования жизни обеспечивают страховые пособия только в случае смерти застрахованного лица. Другие также позволяют накапливать сбережения. Мы рассмотрим четыре основных вида страхования жизни: страхование жизни на определенный срок, пожизненное страхование, универсальное страхование жизни, страхование жизни с переменной страховой суммой.

Страхование жизни на определенный срок — *это форма страхования жизни, когда страховщик обязуется уплатить установленную сумму, если застрахованное лицо умрет в течение периода действия страхового полиса (наименее дорогая форма страхования жиз-*

Страхование жизни на определенный срок. Полис **страхования жизни на определенный срок** представляет собой тот вариант, когда страховая компания обязана уплатить определенную сумму, если страхователь умрет в период действия полиса. *Страхование жизни на определенный срок — наименее дорогая форма страхования жизни.* Она обеспечивает защиту, но не имеет характера сбережений, как три других вида страхования жизни. Возможны различные виды страхования жизни на определенный срок. Они включают стандартный полис на срок без особых условий, возобновляемый полис страхования на определенный срок, конвертируемый (обратимый) полис, полис с уменьшающимся "покрытием" и полис группового страхования жизни на срок.

Стандартный полис на срок без особых условий оформляется на фиксированное количество лет. *Возобновляемый полис страхования жизни* гарантирует возможность повторного заключения контракта по выбору страхователя на новый срок той же продолжительности. *Конвертируемый полис страхования жизни* означает, что полис может быть превращен в полис пожизненного страхования (или любой другой тип полиса) по выбору страхователя. Хо-

тя стандартный полис страхования на срок без особых условий наименее дорогой из всех видов страхования жизни, его стоимость возрастает в зависимости от возраста застрахованного и поэтому для лиц 60 лет и старше оно может быть очень дорогим. Альтернативный вид страхования жизни на определенный срок — *полис с уменьшающимся "покрытием"* — предусматривает одинаковый размер взносов в течение всего срока, в то время как сумма возмещения в этом случае уменьшается. Возобновляемый полис несколько дороже, но он гарантирует для страхователя постоянную возможность быть застрахованным. Несмотря на несколько более высокую стоимость, возобновляемый полис, составленный как стандартный, без особых условий или с уменьшающимся "покрытием", может быть хорошим выбором для тех, кто нуждается в страховании жизни.

Страхование жизни на определенный срок может быть спланировано таким образом, чтобы покрыть долговые обязательства страхователя в случае его смерти. Например, *страхование жизни с учетом ипотечной задолженности страхователя* является формой страхования на определенный срок с уменьшающейся суммой "покрытия", в которой непогашенная задолженность по ипотечной ссуде, полученной страхователем, выплачивается страховой компанией в случае его смерти. *Страхование жизни с учетом финансовых обязательств страхователя* — аналогичное форме страхования с уменьшающимся "покрытием" — обеспечивает погашение оставшейся не выплаченной страхователем суммы займа, который погашался долями по условиям кредитного договора. Страхование жизни на определенный срок по подобным полисам следовало бы выбирать очень тщательно, поскольку некоторые компании по страхованию жизни устанавливают по ним слишком высокие страховые взносы. Порой обе эти формы страхования буквально навязываются бессовестными страховыми агентами. На самом деле лучше избегать покупки таких полисов. Если вы считаете, что вам необходимо страхование жизни на определенный срок, чтобы по истечении срока полиса расплатиться с долгами, то полис страхования жизни на срок с уменьшающимся "покрытием" может оказаться более удачной покупкой.

Многие работодатели предлагают бесплатные или недорогие полисы *группового страхования жизни на определенный срок* для своих работников. Их преимущество часто заключается в том, что это наименее дорогой способ обеспечения страхования жизни. Если вам необходимо увеличить вашу страховку на определенный срок, вы можете купить дополнительное "покрытие" по низкой цене через полис группового страхования. Однако надо иметь в виду, что такие страховые планы не мобильны. Это означает, что если вы по какой-то причине уходите с данной работы, то не можете взять с собой вашу часть групповой страховки.

Пожизненное страхование — *это форма страхования жизни, обеспечивающая страховое "покрытие" в течение всей жизни застрахованного и предоставляющая возможность накопления сбережений.*

Стоимость в наличных деньгах — *это сумма денег, накапливаемая страховщиком для выплаты пособия в связи со смертью страхователя.*

Пожизненное страхование. Как следует из названия, **пожизненное страхование** обеспечивает страховое возмещение в течение всей жизни застрахованного. Дополнительно оно также предполагает определенные сбережения, обычно называемые **стоимостью в наличных деньгах**. Стоимость в наличных деньгах — это сумма денег, отложенная страховщиком для обеспечения выплаты страхового пособия в связи со смертью страхователя. Поскольку прибыль страховой компании и страховые премии, которые она получает от клиента, со временем увеличиваются, стоимость в наличных деньгах также увеличивается с ростом возраста застрахованного. С точки зрения

страховщика, увеличение стоимости в наличных деньгах необходимо, поскольку вероятность смерти застрахованного возрастает по мере того, как он становится старше. По такому полису либо доверенные лица страхователя получают сумму страхового пособия в случае его смерти, либо держатель полиса в определенное время может прекратить действие страхового контракта и получить его стоимость в наличных деньгах. Как и в случае страхования на определенный срок, полное пожизненное страхование может предусматривать ряд вариантов и особенностей.

Большинство людей осуществляют пожизненное страхование, уплачивая одинаковые суммы взносов каждый год до тех пор, пока они не умрут или не прекратят действие страхового полиса (*пожизненное страхование с постоянной уплатой взносов*). В качестве альтернативы полисы пожизненного страхования могут быть куплены либо путем уплаты одинаковых взносов в течение установленного числа лет и тогда в конце этого периода полис считается полностью оплаченным (*пожизненное страхование с ограниченным периодом уплаты взносов*), либо путем внесения разового взноса (*страхование жизни с уплатой разового взноса*). Хотя полисы страхования с разовой уплатой мало используются в программах страхования жизни большинства семей, они могут быть привлекательными в качестве такого объекта инвестирования, который позволяет избегать налогообложения (этот вопрос рассматривается в гл. 15).

По сравнению со страхованием жизни на определенный срок пожизненное страхование имеет явное преимущество, так как страховые взносы, накапливаясь, составляют сумму, не облагаемую налогом, независимо от того, жив ли в данный момент страхователь. Этот полис также обеспечивает страховое "покрытие" по соответствующей тарифной ставке в течение всей жизни страхователя. Однако более крупное страховое возмещение на случай смерти, рассчитанное на каждый доллар страховых взносов, получают именно в случае покупки страхового полиса на определенный срок, и, кроме того, фактическое накопление стоимости в наличных деньгах при полисе пожизненного страхования обеспечивает годовую норму доходности инвестиций примерно в 5—8%, что часто *ниже*, чем можно было бы получить в случае альтернативных способов вложений. Поэтому некоторые финансовые консультанты рекомендуют покупку более дешевых полисов страхования жизни на определенный срок и инвестирование сэкономленных за счет этого страховых взносов в другие финансовые инструменты.

Универсальное страхование жизни — *это форма страхования, сохраняющая черты пожизненного страхования, но обеспечивающая более высокую норму доходности на единицу стоимости в наличных деньгах, чем большинство полисов пожизненного страхования, и сочетающая страхование на срок с укрытым от налогов сберегательным счетом, по которому выплачиваются рыночные ставки процентов.*

Универсальное страхование жизни. Универсальное страхование жизни — это распространенная форма страхования, сохраняющая черты пожизненного страхования, но одновременно обеспечивающая более высокий доход на единицу стоимости полиса в наличных деньгах, чем большинство полисов пожизненного страхования. По существу, универсальное страхование жизни сочетает *страхование на срок*, обеспечивающее страховое пособие в случае смерти, с укрытыми от налогов сберегательными счетами, по которым выплачиваются проценты, *сопоставимые со ставками денежного рынка*. Универсальное страхование жизни имеет много других привлекательных свойств, которые отличают его от пожизненного страхования, включая полное раскрытие информации о структуре издержек, более высокие ставки доходности в наличных деньгах, чем при пожизненном страховании, гибкость суммы "покрытия" и страховых взносов и, наконец, большую маневренность для держателя страхового полиса.

Одно заметное преимущество универсального страхования жизни над пожизненным страхованием заключается в том, что покупатель такого полиса более осведомлен о том, что именно приобретает, нежели держатель полиса пожизненного страхования. В противоположность пожизненному страхованию при продаже полисов универсального страхования жизни предоставляется детальная информация о структуре всех затрат, а также выгод от этой формы страхования. Все расходы, такие, как комиссионное вознаграждение, плата за услуги страховых компаний и действительный объем страховой ответственности, представлены здесь наглядно. Большинство полисов пожизненного страхования не сопровождаются наглядной информацией о таких компонентах, как комиссионное вознаграждение, действительная стоимость страховых услуг и другие затраты. (Обычно продавцы пожизненных страховых полисов объявляют лишь суммы страховых премий.)

Когда приобретается полис универсального страхования жизни, взносы страхователя зачисляются на так называемый ***накопительный счет*** полиса, который аналогичен ***стоимости в наличных деньгах*** в полисе пожизненного страхования. Затем страховая компания, выпускающая полис, удерживает с этого счета стоимость страховки, а также комиссионные и плату за услуги. После этих удержаний на остаток счета начисляется процент по ***текущей ставке***, которая, как правило, изменяется в зависимости от рыночных ставок доходности, но гарантируется, по крайней мере, на уровне установленной ***минимальной ставки*** (обычно от 4 до 5%). Большинство страховых компаний, осуществляющих универсальное страхование, выплачивают более высокие проценты на остатки счетов, чем проценты полисов пожизненного страхования. Например, в начале 1989 г. держатели полисов универсального страхования жизни получали от 8 до 10% ежегодного дохода на их стоимость в наличных деньгах. Более того, как и в случае с пожизненным страхованием, все или бо́льшая часть аккумулируемых доходов по полисам универсального страхования не облагаются налогом, так что многие инвесторы рассматривают их как форму ***инвестиций, защищенных от налогообложения.***

Доходы с накопительного счета полиса при универсальном страховании жизни могут частично сниматься со счета или служить обеспечением кредита, полученного страхователем, хотя в этом случае изымаемые суммы налогом облагаются и на них начисляются штрафы. Напротив, полисы пожизненного страхования обычно не содержат положений о возможности снятия денег со счета. Держатель полиса универсального страхования может также занимать у страховой компании некие суммы с накопительного счета. (Это аналогично положениям пожизненного страхования.) Процент, взимаемый за такой кредит, обычно довольно низок, часто около 8% в год. Многие компании определяют нетто-значение этой ставки по отношению процента к минимальной ставке процента, начисляемого на остаток накопительного счета (т.е. вычитают его из минимальной ставки), и, таким образом, страхователю приходится платить только от 2 до 4% за кредит, полученный в страховой компании.

Еще одно преимущество универсального страхования жизни состоит в том, что большинство полисов позволяет страхователю пропускать очередной срок взносов или сокращать их, если остаток накопительного счета полиса достаточен для того, чтобы уплатить ежемесячную стоимость страховки. Полис универсального страхования сам по себе не теряет силу, пока не

исчерпывается накопительный счет. Напротив, большинство полисов пожизненного страхования имеет более строгий график платежей. Еще одно преимущество универсального страхования заключается в том, что покупатель своими страховыми взносами оплачивает только фактическую страховку (объем страховой ответственности) — разницу между номинальной страховой суммой, указанной в договоре страхования, и остатком накопительного счета. Напротив, взносы пожизненного страхования обычно точно соответствуют страховой сумме, указанной в договоре страхования.

В табл. 4.1 сравниваются некоторые ключевые характеристики трех основных форм страхования жизни — страхования на определенный срок, пожизненного страхования и универсального страхования. В общем, универсальное страхование жизни представляется привлекательной альтернативой пожизненному страхованию. Оно сохраняет общие инвестиционные черты пожизненного страхования, в то же время обеспечивая более высокую норму доходности на единицу стоимости в наличных деньгах. Универсальное страхование жизни дороже, чем страхование на определенный срок; однако последнее не предполагает накопления сбережений. Если вы хотите получить страховку, обеспечивающую сбережения, следует учесть особенности универсального страхования жизни.

Страхование жизни с переменной страховой суммой — *это форма страхования жизни, предлагающая страховое "покрытие" с одновременным формированием сбережений, которая позволяет страхователю решать, как инвестировать стоимость в наличных деньгах; сумма страхового "покрытия" изменяется в зависимости от доходности инвестирования накапливаемой части страхового полиса.*

Страхование жизни с переменной страховой суммой. **Страхование жизни с переменной страховой суммой** подобно пожизненному и универсальному страхованию в той мере, в какой оно сочетает страховое "покрытие" с формированием сберегательного счета; от них оно отличается в двух аспектах: 1) позволяет держателю полиса решать, как инвестировать деньги со счета

ТАБЛИЦА 4.1 Основные характеристики главных видов страхования жизни

Черты	Страхование жизни на определенный срок	Пожизненное страхование	Универсальное страхование жизни
Взносы	Увеличиваются по заранее установленной схеме	Постоянные	Гибкие
Вознаграждение за услуги компании как часть страховых взносов	Не раскрыто	Не раскрыто	Раскрыто
Объем страховой ответственности	Фиксированный	Фиксированный	Гибкий
Сбережения (стоимость в наличных деньгах или остаток накопительного счета)	Обычно отсутствуют	Увеличиваются по заранее установленной схеме	Переменные, сопоставимые с рыночными ставками процента
"Укрытые" от налогов доходы	Нет	Да	Да

Источник: Consumer Reports, January 1982, p. 43.

сбережений (стоимость в наличных деньгах или остаток накопительного счета); 2) *не устанавливает* гарантированной минимальной нормы доходности. Страхование жизни с переменной страховой суммой предлагает наивысший и наиболее привлекательный уровень дохода от инвестирования. И, как следует из названия, размер страхового "покрытия" будет *изменяться* в зависимости от размера прибыли *(убытков)* на инвестиционном (сберегательном) счете. Так, при страховании жизни с переменной страховой суммой размер выплачиваемого страхового пособия в случае смерти большей частью зависит от доходности инвестиций, осуществляемых в соответствии с условиями страхового полиса. (*Обратите внимание:* уровень страхового "покрытия" никогда не может упасть ниже установленного для полиса *минимума страхового "покрытия" в случае смерти.*)

Инвестиционные счета страхования жизни с переменной страховой суммой открываются так же, как и взаимные фонды, и большинство страховщиков позволяют держателям полисов выбирать из целого ряда различных видов фондов, начиная от инвестиционных фондов открытого типа, вкладывающих средства в краткосрочные обязательства денежного рынка или в долгосрочные облигации, до фондов акций, осуществляющих агрессивную инвестиционную стратегию. Держатели полисов могут поместить свои деньги в один или несколько фондов *и, кроме того,* могут свободно перемещать их из одного фонда в другой в зависимости от условий рынка. Как при всех видах страхования жизни, доходы от инвестиций, полученные в соответствии с условиями полиса, могут возрастать и не облагаются текущими налогами, передача наследникам страхователя страхового пособия в случае его смерти также не подвержена налогообложению. Конечно, одновременно с более высокой доходностью инвестиций у обладателя данного полиса возрастает риск снижения страхового "покрытия", так как инвестиции могут иногда приводить к убыткам, что, в свою очередь, снижает стоимость в наличных деньгах и сокращает страховое "покрытие". Поскольку страхование жизни с переменной страховой суммой является, по существу, *инструментом инвестирования* "в упаковке" страхового полиса (для получения экономии на налоговых выплатах), *вероятно, целесообразно использовать его как инструмент инвестирования, защищающий от налогов,* а не как источник основного страхового "покрытия" при страховании жизни.

Оценка потребностей страхования жизни

Для оценки потребности того или иного человека в страховании жизни используются различные методы. Оценка финансового положения какого-либо лица производится для того, чтобы определить, какой размер защиты требуется для поддержания желаемого финансового положения его иждивенцев (или наследников). Либо можно рассмотреть предполагаемые доходы этого лица и пересчитать их в текущую, или приведенную, стоимость*,

* *Текущая,* или приведенная, стоимость — понятие, выражающее результат пересчета, или *дисконтирования,* номинальной суммы денег, ожидаемой в некотором периоде *n.* Дисконтируя, аналитик должен учесть риск вложений, доходность альтернативных способов инвестиций, сопоставимых по риску, и выразить свое представление о вознаграждении за риск в виде требуемой нормы доходности инвестиций *r,* которая используется как ставка дисконтирования. Расчет коэффициента дисконтирования, позволяющего приводить будущие суммы денег к текущему исчислению, учитывает также характер денежных потоков и реинвестирование всех потенциальных доходов по ставке *r* за период *n.* *(Прим. науч. ред.)*

что показало бы необходимую сумму страховой ответственности. Упрощенная форма процедуры определения потребностей того или иного лица в страховании жизни представлена во вставке "Проницательному инвестору". Другой вариант — это использование так называемого мультипликатора. Например, предположим, что подходящий мультипликатор для человека в возрасте 25 лет, желающего получать достаточное страхование для возмещения 75% его дохода, который в настоящий момент составляет 23 500 долл. в год, равен 6,5. Умножая 23 500 долл. на мультипликатор 6,5, определяем, что этот человек нуждается в страховом "покрытии" в 152 750 долл. Независимо от того, какой конкретный метод используется, существует логическое обоснование необходимой суммы страхового "покрытия" при страховании жизни.

Получение страхового "покрытия"

Как только сумма желаемого страхового "покрытия" определена, нужно установить подходящие формы страхования. Выбранная форма будет зависеть от возраста семьи (или отдельного лица), ее финансового положения и способности или желания сберегать либо инвестировать. Так, молодые семьи нуждаются в случае смерти члена семьи в большей сумме, чем пожилые люди и зрелые семьи. Для молодой семьи с ограниченным бюджетом больше всего подходит страхование жизни на определенный срок; более зрелые семьи скорее предпочтут полисы пожизненного страхования. Потребностям семей (или отдельных лиц), заинтересованных в "укрытии" от налогов накопленных сбережений, а не в приобретении страхового возмещения на случай смерти, более всего отвечает полис страхования жизни с переменной страховой суммой. Те, кто считает достаточными свои возможности сберегать и инвестировать, а также те, кто не нуждается в специальных сбережениях, к которым относится пожизненное или универсальное страхование, скорее предпочтут страхование жизни на определенный срок. Если вам необходима страховка, позволяющая накапливать сбережения, то вам нужно выбрать универсальное страхование жизни. Если вы хотите приобрести недорогую страховку, не носящую характера сбережений, приглядитесь к страхованию на определенный срок. Если же вы предпочитаете страхование жизни, в равной степени обеспечивающее и сбережения, обратите внимание на универсальное страхование. Индивиду следовало бы приобретать такой объем страхового "покрытия", который должным образом защищал бы его финансовое положение, обеспечивал бы страховое пособие на случай смерти в сочетании с накоплением сбережений, которые дают возможность их владельцу чувствовать себя комфортно.

Количественное выражение инвестиционных целей

Процедура количественного выражения инвестиционных целей начинается с постановки долгосрочных личных финансовых ориентиров, включающих также цели, связанные с уходом на пенсию. Как правило, любая долгосрочная финансовая цель, обусловливающая создание ежегодного притока денежной наличности или накопление крупных сумм к определенному сроку в будущем, должна рассматриваться в качестве инвестиционной, поскольку для ее достижения необходим определенный вид инвестирования. Несмот-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Страхование жизни: сколько вам действительно нужно?

Каждый год или два людям, нуждающимся в страховании жизни, следовало бы анализировать, достаточно ли они обеспечены. Приведенная здесь таблица облегчает задачу и демонстрирует это на примере реальной семьи Гордон... Причина, по которой они не могут ограничиться минимальной страховой суммой, обычная — дети. У них есть двухлетний сын, и они ждут второго ребенка.

Вы можете заполнить таблицу для себя, кроме строк, касающихся платежей по социальному обеспечению. Эти суммы основываются на возрасте отца в момент смерти и на его многолетних заработках. Ближайшее к вам отделение социального обеспечения определит, что получили бы ваши родственники. Узнайте о вашем максимальном месячном пособии на каждого родственника и о максимальном пособии на семью. Умножьте эти суммы на 12, чтобы получить годовой доход, и занесите результаты в строки 14а и 14б таблицы.

Для определения возможных пособий на иждивенцев начните со строк 14в, 14е или 14и, значение которых зависит от размера вашей семьи, и заполните следующие свободные строки. Гордоны определили, что миссис Гордон будет получать социальное пособие только в течение 6 лет, поскольку затем она должна будет вернуться на работу. Но пока она остается дома, трое родственников будут получать пособие, поэтому Гордоны начали исчислять пособие по социальному обеспечению со строки 14в. Оба ребенка получали бы пособие еще 10 лет (строка 14ж). Младший ребенок в 16 лет получал бы пособие еще два года (строка 14к).

	МАЙКЛ ГОРДОН	ВЫ
Необходимые средства		
1. Ежегодные расходы на ведение домашнего хозяйства	16 000 долл.	______ долл.
2. Годы, оставшиеся на воспитание детей	× 18	× ______
3. Умножьте строку 1 на строку 2	288 000 долл.	______ долл.
4. Плата за обучение в колледже одного ребенка	40 000 долл.	______ долл.
5. Количество детей	× 2	× ______
6. Умножьте строку 4 на строку 5	80 000 долл.	______ долл.
7. Затраты на похороны, оплату жилья, долгов (за исключением закладных)	20 000 долл.	______ долл.
8. Общая потребность на текущий момент: сложите строки 3, 6 и 7	388 000 долл.	______ долл.

ря на тот факт, что индивиды могут получать пособия от правительства или достижению такой цели могут способствовать работодатели, цель должна быть определена и, следовательно, поставлена в качестве ориентира, на который будет направлена финансовая активность.

Для каждой долгосрочной инвестиционной цели может быть установлен ряд промежуточных ориентиров. Например, если долгосрочная цель заключается в накоплении 80 000 долл. наличными в течение 10 лет, то она явно может рассматриваться в качестве инвестиционной. В данном случае

	МАЙКЛ ГОРДОН	ВЫ
Существующие источники		
9. Страхование жизни	85 000 долл.	долл.
10. Сбережения и инвестиции	2 000 долл.	долл.
11. Годовой заработок жены	12 000 долл.	долл.
12. Количество лет, которые она работала, воспитывая детей	× 10	×
13. Умножьте строку 11 на строку 12	120 000 долл.	долл.
14. Социальное обеспечение (в год):		
а. Пособие на каждого члена семьи	3 912 долл.	долл.
б. Максимальное пособие на семью	9 720 долл.	долл.
в. Пособие на трех или более членов семьи: запишите значение строки 14б	9 720 долл.	долл.
г. Срок получения пособия (лет)	× 6	×
д. Умножьте строку 14в на строку 14г	58 320 долл.	долл.
е. Пособие на двух членов семьи: умножьте строку 14а на 2	7 824 долл.	долл.
ж. Срок получения пособия (лет)	× 10	×
з. Умножьте строку 14е на строку 14ж	78 240 долл.	долл.
и. Пособие на одного члена семьи: запишите значение строки 14а	3 912 долл.	долл.
к. Срок получения пособия (лет)	× 2	×
л. Умножьте строку 14и на строку 14к	7 824 долл.	долл.
15. Источники в целом: сложите строки 9, 10, 13, 14д, 14з и 14л	351 384 долл.	долл.
Необходимый размер страховки		
16. Вычтите строку 15 из строки 8	36 616 долл.	долл.

Источник: Malcolm N. Carter, "How Much Do You Really Need?" *Money,* April 1982, p. 134.

следует выявить такие параметры, как желаемый уровень дохода, приемлемый риск и соответствующие налоговые соображения, связанные с достижением данной цели. Наш пример мог бы быть точнее определен как достижение финансовой цели — накопления 80 000 долл. наличными — путем инвестирования в портфель активов, поровну поделенный между акциями типа "блю чипс" и спекулятивными акциями, обеспечивающими совокупную доходность в размере 10% в год, которая состоит из 20% текущего дохода и 80% курсовых доходов, отложенных на конкретный период. Постав-

ленная таким образом инвестиционная цель — доходность (10% в год), риск (половина акций "блю чипс" и половина спекулятивных акций) и налоги (20% — текущий доход и 80% — отложенные курсовые доходы) — полностью определена. Чем более тщательны и точны вы будете в постановке инвестиционных целей, тем легче будет выработать инвестиционный план, соответствующий вашим целям.

Для количественного определения инвестиционных целей и поиска путей их достижения могут послужить персональные компьютеры. Обеспеченный современными программными продуктами персональный компьютер может помочь в оценке инвестиционных альтернатив и в анализе налоговой ситуации. Персональный компьютер может также предложить альтернативные идеи, основанные на тех данных, которые в него введены. Естественно, стоимость ПК должна определяться теми выгодами, которые он обеспечивает пользователю.

Инвестиционная программа

Как только цель поставлена, следует приступить к разработке программы. Основа программы — это ***инвестиционный план,*** превращающий инвестиционную цель в систему операций. План определяет общую стратегию, которая будет использоваться для достижения каждой цели. Поскольку часть целей может быть достигнута через правительственные или осуществляемые работодателем пенсионные программы независимо от контроля со стороны индивида, следует учитывать вклад таких планов в осуществление общей цели. Например, в случае с накоплением 80 000 долл., рассмотренном в предыдущем параграфе, предположим, что в конце 10-летнего периода индивид будет располагать накопленными 30 000 долл. по программе обеспечения своих пенсионных доходов, права на которые перешли к нему полностью. Если пенсионный план допускает снятие со счета единовременной крупной суммы наличности после полного закрепления прав на нее за инвестором, то часть инвестиционного плана индивида будет уже выполнена. Главное внимание, следовательно, должно быть сосредоточено теперь на накоплении 50 000 долл. Следует учитывать, что в плане накопления 50 000 долл. обязательно должна быть учтена **диверсификация**, которая подчеркивает необходимость владения несколькими объектами инвестирования для минимизации риска возникновения помех накоплению определенной денежной суммы в результате одного неудачного вложения средств. Хорошо сбалансированный портфель активов уменьшает такой риск.

Диверсификация — *это использование различных инвестиционных инструментов для минимизации риска.*

Принимая во внимание наличные ресурсы и планируемые излишки бюджета, инвестор должен разработать план, обеспечивающий накопление 50 000 долл. путем инвестирования равных сумм в акции "блю чипс" и спекулятивные акции, обеспечивающие совокупную доходность в 10% в год при условии, что 20% составит текущий доход и 80% — отложенные курсовые доходы. Если мы предполагаем, что инвестор уверен в возможности получения совокупной доходности, равной 10%, путем инвестирования в установленную комбинацию акций "блю чипс" и спекулятивных обыкновенных акций, необходимо выделить источник вложения капитала, который в конечном итоге обеспечит получение желаемой суммы — 50 000 долл. Таким источником могут стать текущие остатки на его счетах, пока не привязанные к достижению данной инвестиционной

цели, или размещение доходов, которые ожидаются в будущем. Давайте предположим, что наш инвестор на настоящий момент имеет в наличии 10 000 долл., которые могут быть использованы для достижения цели инвестиционного плана. Путем вложения этих денег в различные инструменты инвестирования с доходностью в 10% в течение 10-летнего периода была бы накоплена сумма примерно в 26 000 долл. (рассчитанная на базе стоимости денег во времени, которая рассматривается в гл. 5). Вычитая эту сумму из 50 000 долл., получаем 24 000 долл., которые необходимо заработать на инвестировании текущего дохода за этот период. При 10%-й норме доходности потребуется вкладывать примерно по 1500 долл. ежегодно в течение 10 лет, чтобы получить нужную сумму. (Эта цифра рассчитана также с использованием стоимости денег во времени, которая рассматривается в гл. 5.) Если наш инвестор считает возможным помещать каждый год 1500 долл. в течение 10 лет в данный инвестиционный план, то необходимо выбрать, в какие именно ценные бумаги следует вкладывать средства. Если же размещение 1500 долл. ежегодно не представляется возможным, цель должна быть соответствующим образом скорректирована.

По мере продвижения инвестиционной программы следовало бы установить контрольные точки в разные временные интервалы для оценки того, как выполняется программа. При получении новой информации может потребоваться корректировка и целей, и планов; цели могут быть слишком неопределенными или слишком узкими, а планы — нереальными. Анализируя фактические результаты и делая необходимую коррекцию, инвестор одновременно приобретает навыки разработки и достижения реалистичных финансовых целей на долгосрочную перспективу.

Инвестирование в различной экономической обстановке

Первым правилом инвестирования является определение *сфер вложения* денег, второе же заключается в определении *момента* осуществления вложений. Первый вопрос проще решить, поскольку он обычно требует сопоставления риска и доходов с доступными инвестиционными альтернативами. Например, если вы бывалый инвестор, который не боится риска, тогда спекулятивные акции — именно то, что вам нужно; если же вы новичок, желающий получить средний доход на ваш капитал, то, возможно, вам следовало бы рассмотреть возможность вложения средств в надежный взаимный фонд, ориентированный на прирост капитала ("взаимный фонд роста"). К сожалению, хотя акции или "фонды роста" могут иметь благоприятную динамику доходности в период подъема экономики, в других условиях они могут стать убыточными. Выбор же *момента* инвестирования является более сложной задачей.

Хорошие инвестиционные перспективы, вероятно, предполагали бы действия, абсолютно отличные от тех, которые были бы предприняты в ожидании потрясений на рынке. Вопрос о том, когда инвестировать, труден, поскольку связан с определением *поворотных моментов* в рыночной конъюнктуре. Дело в том, что большинство инвесторов, даже профессиональных финансовых директоров компаний, *не могут* предсказать с достаточной степенью достоверности взлеты и падения рынка! Напротив, значительно легче контролировать *текущее состояние* рынка. То есть понимание того,

находится ли рынок в состоянии подъема или падения, значительно отличается от умения указать, когда рыночные тенденции изменят направление движения. Таким образом, выбор момента инвестирования происходит через *процесс определения текущего состояния рынка и оценки вероятности того, что данные тенденции сохранятся.*

Для вас как инвестора, вероятно, лучше всего было бы ограничить оценку состояния рынка тремя основными положениями: 1) рынок в состоянии *оживления, или подъема;* 2) в состоянии *спада;* 3) вы точно *не можете определить* то направление, в котором развивается рынок. Эти стадии показаны на рис. 4.1. Достаточно легко определять, когда дела идут в гору (расширение или подъем) либо когда наблюдается нисходящее движение (сокращение или спад); трудности связаны с моментами наивысшего взлета и самого глубокого спада. Поэтому эти моменты показаны заштрихованными областями, изображающими *неопределенность.*

Если вы совершенно *не представляете,* какое направление движения изберет рынок, то лучше всего вам "переждать в сторонке". Если у вас есть свободные деньги для инвестирования, попридержите их, пока не получите точного представления о том, как будет вести себя рынок. При таких условиях лучшее, что вы можете сделать, — это временно положить деньги на какой-нибудь сберегательный счет или в фонды денежного рынка. Затем, когда положение начнет проясняться, перенесите деньги в более постоянный инструмент инвестирования (акции, облигации, взаимные фонды и т.п.). Подобным же образом, если деньги уже вложены в акции или облигации, оставьте их там! Не трогайте ваши вложения до тех пор, пока не убедитесь, что рынок действительно изменил направление или почти наверняка собирается это сделать. Но существуют еще два вида рыночной ситуации — подъем и спад. Как реагировать в этих условиях, зависит от того, куда вложены ваши деньги: в акции, облигации или реальные активы.

Акции и экономический цикл (цикл деловой активности)

Обыкновенные акции и другие, связанные с акциями, ценные бумаги (такие, как акции инвестиционных взаимных фондов, конвертируемые ценные бумаги, опционы на акции, индексные фьючерсы на индексы курсов акций) весьма отзывчивы на изменения экономики во времени, которые обычно называют экономическим циклом или циклом деловой активности. Экономический цикл отражает текущее состояние ряда экономических переменных, включая ВНП (валовой национальный продукт), объем промышленного производства, личные доходы граждан после уплаты налогов, уровень безработицы и др. Когда экономика является устойчивой, это состояние выражается в фазе подъема, а когда дела идут хорошо и прибыли растут, соответствующим образом реагируют и курсы акций. Так что в такое время имеет смысл держать деньги в акциях. Особенно хорошо ведут себя в это время акции растущих компаний и спекулятивные акции, в меньшей степени это верно для акций "блю чипс" и акций, ориентированных на рост дивидендов. Напротив, когда наблюдается нисходящий цикл деловой активности, доходы на обыкновенные акции имеют тенденцию к снижению.

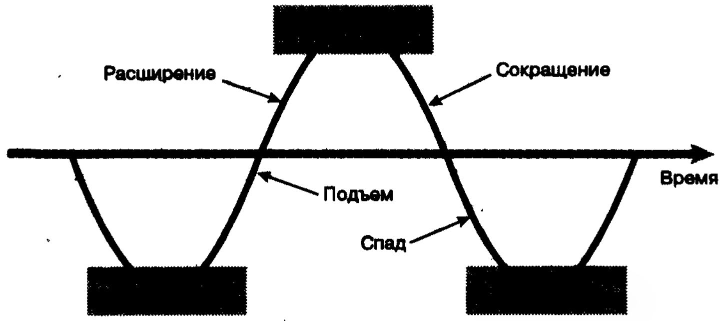


РИС. 4.1. Различные стадии экономического цикла

Экономический цикл демонстрирует три различных положения: 1) рынок в состоянии расширения, или подъема; 2) в состоянии сокращения, или спада; 3) неопределенность относительно направления, в котором будут развиваться тенденции рынка (обозначена заштрихованными участками в точках наивысшего подъема и наиболее глубокого спада).

Облигации и процентные ставки

Облигации и другие формы ценных бумаг, приносящих фиксированный доход, такие, как привилегированные акции и ценные бумаги "фондов облигаций"*, очень чувствительны к изменениям процентных ставок. Действительно, процентные ставки — единственная наиболее важная переменная, определяющая динамику курсов облигаций и доходность для инвесторов. Поскольку значения процентных ставок и курсов облигаций движутся в *противоположных* направлениях, то, следовательно, рост процентных ставок *неблагоприятен* для облигаций. Если вы чувствуете, что процентные ставки будут *продолжать повышаться*, тогда отложите покупку долгосрочных облигаций. Поступая так, вы получите двойную выгоду. Во-первых, избежите *убытков*, которые неизбежны при повышении процентных ставок, во-вторых, выжидая, сможете получить даже более высокую доходность по облигациям**. Так что, пока процентные ставки растут, лучше всего осуществлять краткосрочные инвестиции в инструменты денежного рынка (такие, как депозитные счета или фонды денежного рынка); это позволит вам сохранить капитал и обеспечить более высокие доходы долгосрочного характера. Однако, как только ставки начнут снижаться, наступает момент *покупки долгосрочных облигаций* как способ сохранения высокой текущей доходности или создания привлекательных курсовых доходов.

Инвестиции в реальные активы и инфляция

Инвестиции в реальные активы включают такие объекты, как недвижимость, товары и золото. Эти средства инвестирования, в общем, более отзывчивы на *темпы инфляции*, нежели на что-либо другое. Стоимость жилья наряду с такими товарами, как кофе, нефть, мясо, кукуруза и сахар, учиты-

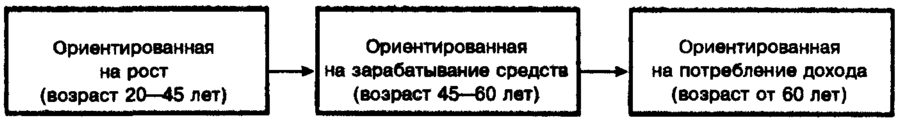
* Имеются в виду инвестиционные фонды, чья стратегия инвестирования сфокусирована на облигациях. *(Прим. науч. ред.)*

** Доходность любой ценной бумаги находится в обратной зависимости от ее курса. Поэтому в период роста процентных ставок, когда курсы облигаций падают, их доходность растет. *(Прим. науч. ред.)*

вается в расчетах индекса потребительских цен (*CPI*); и *когда цены начинают повышаться, доходы на инвестиции в эти осязаемые активы также начинают возрастать*. Посмотрим, что произошло за 14-летний период — с 1977 по 1990 г. В первые пять лет этого периода инфляция росла высокими темпами, достигая в год 15% и более; в то же время вложения в недвижимость, товары и другие реальные активы порождали соответственно высокую доходность и действительно опережали в этом отношении все другие формы инвестиций. Но когда темп инфляции снизился до нормального уровня, начиная примерно с 1982 г., доходы от инвестиций в осязаемые активы резко упали. Конечно, если инфляция вновь станет серьезной проблемой, спрос на реальные активы, вероятно, возрастет, а также возрастет их доходность. Тем не менее за исключением единичных случаев, до тех пор пока инфляция остается под контролем, эти инвестиции, вероятно, обеспечивают не отвечающую требованиям норму доходности. Так что, возможно, лучше на длительную перспективу вкладывать деньги в иные инвестиционные инструменты (например, в акции, облигации и другие объекты инвестирования, в которых инвестор выигрывает от низкого уровня инфляции).

Инвестирование в течение жизненного цикла

Точно так же как инвесторы избирают различные варианты действий в зависимости от того, на какой стадии экономического цикла находится экономика, они руководствуются различной инвестиционной философией по мере того, как проходят различные стадии их собственного жизненного цикла. Вообще говоря, большинство инвесторов имеют склонность к риску, когда они молоды, а с возрастом становятся все более консервативными. В общем, инвесторы, как правило, проходят через следующие стадии инвестирования:



Большинство молодых инвесторов (те, кому 20—30 лет) предпочитают инвестиции, ориентированные на рост, т.е. придают большее значение будущим *курсовым доходам, или приросту капитала*, нежели текущему доходу (в виде процентов и дивидендов. — *Прим. науч. ред.*). Часто молодые инвесторы не располагают большой суммой для инвестирования, так что курсовые доходы рассматриваются как быстрейший (если не самый верный) способ накопления капитала для инвестирования. Такие инвесторы склонны к использованию спекулятивных акций и акций быстрорастущих компаний и взаимных фондов, конвертируемых ценных бумаг и других инструментов инвестирования (таких, как опционы "пут" и "колл" или опционные контракты на основе фондовых индексов), курс которых может значительно возрасти за относительно короткий промежуток времени.

Когда инвесторы подходят к среднему возрасту (45 лет и более), потребности и платежеспособность семьи претерпевают большие изменения, то же происходит и с подходом к инвестированию. Хотя ориентированные на рост курсов ценные бумаги все еще используются, стратегия инвестирования

приобретает *менее* спекулятивный характер. Используются инструменты, ориентированные на *качество роста,* и больше внимания уделяется *текущему доходу* как важному источнику поступлений. Так, весь портфель активов подвергается трансформации в ценные бумаги более высокой надежности, и в то же время закладываются основы следующего этапа — пенсионных лет. Акции известных компаний ("блю чипс"), акции с высокими дивидендами, привилегированные акции, конвертируемые ценные бумаги корпораций, облигации с высоким уровнем рейтинга и акции взаимных фондов — все они широко используются на этом этапе. И поскольку налоги, вероятно, становятся более тяжелым бременем (при повышении дохода и уровня жизни), не облагаемые налогом муниципальные облигации и инвестиции, обеспечивающие экономию налоговых выплат, начинают играть все более существенную роль.

Наконец, инвестор вступает в пенсионный возраст, где принципиальное значение имеет *сохранение капитала и текущего дохода. Надежный, высокий уровень дохода* приобретает первостепенную важность, а прирост капитала рассматривается как просто приятный, но случайный побочный продукт инвестирования. Инвестиционный портфель становится *очень консервативным,* поскольку теперь он состоит из акций широко известных компаний, выплачивающих крупные дивиденды, высокодоходных государственных облигаций, надежных облигаций корпораций, банковских депозитных сертификатов (ДС) и других инструментов денежного рынка. Кроме того, портфель, как правило, также становится гораздо "короче", так как больше денег размещается на различных краткосрочных сберегательных счетах и во взаимных фондах денежного рынка, поскольку теперь цель заключается в том, чтобы жить как можно комфортнее, не думая об инвестициях, пожиная плоды сбережений и инвестиций, сделанных в течение всей жизни.

ЛИЧНЫЕ НАЛОГИ

При разработке инвестиционной программы необходимо учитывать последствия налогового характера, связанные с различными объектами и стратегиями инвестирования. Поскольку соображения относительно налогообложения влияют почти на все инвестиционные решения, знание законов о налогообложении поможет выбрать стратегию, приводящую к снижению налогов, что увеличивает количество денег, оставшееся после уплаты налогов, которые можно направить на достижение инвестиционных целей. Поскольку законы о налогообложении сложны и подвержены частым пересмотрам, мы представим только ключевые концепции и их значение для основных инвестиционных операций.

Основные источники налогообложения

Двумя главными видами налогов являются те, которые взимает федеральное правительство, и налоги, устанавливаемые властями штатов и местными властями. Главным федеральным налогом является подоходный налог, который одновременно является основным источником налогообложения физических лиц. Он выплачивается из текущих доходов, поскольку работодатели во время каждой выплаты заработной платы удерживают ее часть у каждого работника и перечисляют удержанные таким образом налоги феде-

ральному правительству. Предприниматели и другие лица, не являющиеся наемными работниками (консультанты, адвокаты), осуществляют выплату налогов обычно ежеквартально на основе оценочной суммы их доходов. В конце года каждый налогоплательщик заполняет декларацию. В противоположность федеральным налогам налоги штатов и местные налоги различаются от района к району. Некоторые штаты устанавливают такие подоходные налоги, которые могут достигать 15% дохода и более. В некоторых городах, особенно крупных городах Восточного побережья, также устанавливаются местные подоходные налоги, которые обычно составляют от 1 до 5% дохода. Большинство налогов штатов и местных налогов устанавливаются на базе текущих доходов. В дополнение к подоходным налогам и власти штатов, и местные власти используют в качестве источников дохода налоги с оборота и на имущество. Хотя налоги с оборота варьируются от штата к штату, большинство из них взимается по ставке от 3 до 6%. Имущественные налоги, которыми облагаются недвижимость и личная собственность, такая, как мебель и автомобили, — первостепенный источник дохода для местных общин и районов. Эти налоги изменяются от общины к общине; в некоторых штатах часть таких налогов взимается в бюджет штата.

Налоги штатов и местные налоги, особенно подоходные и имущественные, необходимо учитывать при планировании инвестиций. Подоходные налоги оказывают огромное влияние на инвестиции в ценные бумаги, тогда как имущественные налоги могут играть существенную роль в принятии решений об инвестициях в недвижимость и другие имущественные формы. Хотя первостепенное внимание уделяется федеральному подоходному налогу, индивидам следовало бы познакомиться с тем, какое потенциальное влияние могут иметь налоги штатов и местные налоги на выбор альтернативных инструментов инвестирования и инвестиционной стратегии.

Виды доходов и ставки налогов

Доход индивидов ранее классифицировался либо как обычный доход, регулярно поступающий от какого-либо вида деятельности, либо как прирост капитала (или убыток). В соответствии с Законом о налоговой реформе от 1986 г. такое разделение более не применяется, так как одним из главных изменений обновленного в 1986 г. налогового законодательства стала концепция *трех основных категорий дохода*. Эта классификация доходов, нацеленная на сокращение числа способов снижения налоговых выплат при инвестициях, включает: 1) активный (обыкновенный заработанный) доход; 2) портфельный (инвестиционный) доход; 3) пассивный доход. *Активный доход* — это широчайшая категория, в которую включается все — от заработной платы и жалованья до премий, чаевых, пенсий и алиментов. Он слагается из дохода, заработанного путем выполнения конкретной работы, других видов *неинвестиционного* дохода. *Портфельный доход*, напротив, представляет собой поступления, полученные в результате различных форм инвестиций. Эта категория дохода возникает из большинства (но не всех) видов инвестиций — от акций, облигаций, сберегательных счетов и взаимных фондов до опционов на ценные бумаги и реальные товары. В основном портфельный доход состоит из процентов, дивидендов и курсовых доходов (т.е. прибыли, возникающей в результате продажи инвестиционного инструмента). Наконец, существует *пассивный доход* — специальная категория до-

хода, включающая главным образом доходы от недвижимости, членства в товариществах с ограниченной ответственностью и других форм инвестиций, обеспечивающих легальную защиту доходов от налогов.

Смысл данной классификации доходов состоит в ограничении суммы вычетов и списаний из налогооблагаемого дохода, что особенно очевидно в отношении портфельного и пассивного доходов. Конкретно размер допустимых, подлежащих вычету затрат, связанных с определением портфельного и пассивного доходов, *ограничен размером дохода, происходящего из этих двух источников*. Например, если ваш совокупный портфельный доход за год составляет 380 долл., вы могли бы списать на затраты, связанные с инвестициями, не более 380 долл. Однако если у вас инвестиционные расходы выше, чем портфельный доход, вы можете "накапливать" разницу и списывать ее в последующие годы (когда у вас будет достаточный портфельный доход) или сразу за период, на протяжении которого вы использовали данные инвестиционные инструменты до их окончательной продажи. Аналогичные правила применяются и к третьей категории — пассивному доходу и к связанным с ним расходам (за несколькими исключениями, которые будут рассмотрены в книге позднее). Таким образом, если вы участвуете в товариществах с ограниченной ответственностью, не приносящих доходов, вы *не можете* списать убытки таких товариществ (по крайней мере, в тот год, когда убытки возникают; так же как и в случае инвестиционных расходов, вы можете "накапливать" эти убытки и списывать их позднее).

Важно понять, что в целях снижения налогооблагаемого дохода портфельные и пассивные доходы не могут быть скомбинированы друг с другом или с активным доходом. *Расходы, связанные с портфельными инвестициями, могут использоваться только для определения налогооблагаемой суммы портфельного дохода, а расходы, возникающие при вложении денег в инструменты, приносящие пассивные доходы, за несколькими исключениями, могут использоваться только для определения налогооблагаемой суммы пассивного дохода.* (Заметьте: поскольку такие ограничения не существовали до принятия Закона о налоговой реформе от 1986 г., был установлен пятилетний переходный период для портфельных и пассивных доходов. Таким образом, независимо от суммы портфельного и пассивного доходов до 40% списаний, связанных именно с этими формами инвестиций, могли быть вычтены при определении налогооблагаемой величины другого (активного) дохода в 1988 г., до 20% — в 1989 г. и, наконец, до 10% — в 1990 г., а в 1991 г. закон вступил в полную силу.)

Обыкновенный доход

Независимо от того, классифицируется ли доход как активный, портфельный или пассивный, такой доход после определенных расчетов облагается налогом по одной из трех ставок: 15, 28 или 33%. Существует одна система налоговых ставок для налогоплательщиков, заполняющих декларацию об *индивидуальных* доходах, и другая — для тех, кто представляет декларацию о *совместных* доходах. В табл. 4.2 показаны налоговые ставки и соответствующие им границы доходов для этих двух главных категорий дохода. Обратите внимание, что ставки построены по принципу прогрессивного налогообложения, поскольку лица с налогооблагаемым доходом выше определенной суммы обычно платят налоги по более высокой ставке.

ТАБЛИЦА 4.2 Ставки налогов в зависимости от размера налогооблагаемых доходов по индивидуальным и совместным декларациям (по состоянию на 1990 г.)

	Облагаемый налогом доход	
Ставки налогов (в %)	**Индивидуальные доходы (в долл.)**	**Совместные доходы (в долл.)**
15	0 — 17 850	0 — 29 750
28	17 851 — 43 150	29 751 — 71 900
33	43 151 — 89 560*	71 901 — 149 250*
28	Свыше 89 560*	Свыше 149 250*

* *Примечание.* Для расчета сумм, уменьшающих налогооблагаемую прибыль, необходимо взять наименьшую величину из двух следующих вариантов: 1) умножить сумму доходов индивидов, *превышающую* 89 560 долл., на ставку 5% или в случае индивидуальных доходов, полученных от совместной деятельности, рассчитать эту величину по той же ставке, умножив ее иа доход, превышающий 149 250 долл.; 2) 546 долл. умножить иа количество изъятий, объявляемых налогоплательщиком.

Рассмотрим, например, случай с сестрами Эллис — Джони и Шарлин. Они не замужем, и доход, облагаемый налогом, для Джони составляет 17 500 долл., для Шарлин — 35 000 долл. Используя табл. 4.2, определим налоги, уплачиваемые ими:

Джони:
(0,15 × 17 500 долл.) = 2625 долл.

Шарлин:
(0,15 × 17 850 долл.) + [0,28 × (35 000 долл. – 17 850 долл.)] = 2678 долл. + 4802 долл. = = 7480 долл.

Средняя ставка налога рассчитывается путем деления налогового обязательства (платежа) на сумму налогооблагаемого дохода. Для Джони это 15% (2625 долл. налогов из 17 500 долл. облагаемого налогом дохода); для Шарлин это 21,4% (7480 долл. налогов из 35 000 долл. облагаемого налогом дохода). Прогрессивный характер системы федеральных налогов на доходы может быть обнаружен из того факта, что, хотя облагаемый налогом доход Шарлин в два раза превосходит доход Джони (35 000 долл. против 17 500 долл.), сумма налогов, уплачиваемая ею, почти в три раза превосходит сумму, которую предстоит платить Джони (7480 долл. против 2625 долл.).

Капитальный актив — *это собственность, которой владеет и которую использует налогоплательщик в личных целях, для удовлетворения различных потребностей или для капиталовложений.*

Прирост капитала — *это сумма, показывающая, насколько выручка от продажи капитального актива превосходит первоначальную цену его покупки.*

Прирост капитала и капитальные убытки

Капитальный актив — это собственность, которой владеет и которую использует налогоплательщик в личных целях для удовлетворения различных потребностей или для капиталовложений. Наиболее распространенными видами таких активов являются ценные бумаги и недвижимость, включая жилье владельца. **Прирост капитала** представляет собой разность между первоначальной ценой покупки капитального актива и суммой, полученной

Нереализованный прирост капитала — *это потенциальный и потому не облагаемый налогом прирост капитала, не полученный до момента действительной продажи капитального актива (известен также как "бумажная" прибыль).*

Реализованный прирост капитала — *это полученный в результате продажи капитального актива прирост капитала.*

Капитальный убыток — *это сумма, показывающая, насколько выручка от продажи капитального актива меньше первоначальной цены его покупки.*

Чистые убытки — *это сумма, на которую капитальные убытки превосходят прирост капитала; максимум 3000 долл. чистого убытка может быть использовано в расчете налогов в случае получения обыкновенных (активных) доходов.*

Фиктивная продажа — *это практика продажи ценных бумаг с капитальными убытками и повторный выкуп этих же ценных бумаг; налоговое законодательство запрещает такого рода действия.*

в результате его продажи*. До Закона о налоговой реформе от 1986 г. прирост капитала облагался налогом по гораздо более низким ставкам, чем другие виды доходов; однако по новому закону они трактуются *так же,* как и другие виды доходов. Другими словами, сумма любого полученного прироста капитала добавляется к другим формам дохода, и эта общая сумма облагается налогом по ставкам, приведенным в табл. 4.2. Это может быть проиллюстрировано простым примером. Представим, что Джеймс Манфэйл, одинокий человек, имеющий облагаемый налогом доход в 40 000 долл., продал 500 акций по 12 долл. за акцию, которые он первоначально приобрел по курсу 10 долл. Общий прирост капитала в этой операции составил 1000 долл. [500 акций × (12 долл. – 10 долл.)]. Таким образом, облагаемый налогом по ставкам из табл. 4.2 доход Манфэйла составил бы 41 000 долл. Общая сумма налога была бы 9160 долл. [(0,15 × 17 850 долл.) + 0,28 × × (41 000 долл. – 17 850 долл.)].

Несмотря на то что все виды дохода облагаются налогом по одной и той же ставке, прирост капитала привлекателен, поскольку *не облагается налогом, пока он действительно не получен.* Например, если у вас имеются акции, первоначально купленные по 50 долл. за акцию, и в конце налогового года рыночный курс их составит 60 долл. за акцию, вы получите "бумажную" прибыль в 10 долл. за акцию (60 долл. за акцию — 50 долл. за акцию). Этот "бумажный", или **нереализованный, прирост** не облагается налогом, пока вы владеете акциями. Только **действительно полученные, или реализованные, прибыли** облагаются налогом; если вы продадите акции по 60 долл. за акцию в течение налогового года, то получите реализованный и, следовательно, облагаемый налогом прирост капитала в 10 долл. за акцию. Поскольку в отличие от случаев с получением процентов и дивидендов на финансовые активы инвесторы могут влиять на сам момент получения прироста капитала, существует возможность отсрочивать уплату налогов, тщательно выбирая время продажи активов, по которым ожидается прирост капитала. Такая стратегия подробно рассматривается в гл. 15.

Капитальные убытки возникают, когда капитальный актив продается за сумму более низкую, чем первоначальная цена его покупки. В расчетах налогооблагаемого дохода должна быть определена нетто-позиция по всем приростам капитала и убыткам. Только 3000 долл. **чистых убытков** могут быть учтены в расчетах обыкновенных (активных) доходов. Все остальные убытки, которые не могут быть отнесены на текущий год, можно перенести на следующий финансовый год, и они могут быть учтены в расчетах будущих доходов в зависимости от определенных условий.

Поскольку капитальные убытки могут использоваться для уменьшения облагаемого налогом дохода, Налоговое агентство США разработало специальные регуляторы для предотвращения злоупотреблений удержаниями капитальных убытков. Эти регуляторы запрещают то, что обычно называют **фиктивной продажей**, или продажу ценных бумаг, которые могут принести капитальные убытки, и затем немедленную их покупку. Налоговое агентство требует, чтобы любой убыток в результате продажи ценной бумаги, который возмещается покупкой этой же ценной бумаги в течение 30 дней до или после продажи, не заявлялся для целей налогообложения как капитальный убыток. Вместо этого покупка и продажа как бы "сливаются", и для целей

* Прирост капитала, полученный по ценным бумагам, называют также *курсовым доходом. (Прим. науч. ред.)*

Налоговый своп — *это замена ценной бумаги, проданной с убытком, аналогичной, но не идентичной ценной бумагой как способ обойти запрет налогового законодательства на фиктивные продажи.*

налогообложения продажа не считается фактически осуществленной операцией. Способом обхода данного ограничения является использование **налогового свопа**, который предполагает замену ценной бумаги, проданной с убытком, *похожей*, хотя и не тождественной ей, ценной бумагой. В таком случае правила не нарушаются, а желаемые результаты достигаются. Многие брокерские фирмы предлагают перечни ценных бумаг и их возможных заменителей для осуществления налогового свопа. Как правило, подобные свопы реализуются в основном в конце года. Налоговое агентство также разработало инструкции, регулирующие сделки между родственниками в целях получения определенных налоговых выгод, которые могут быть основаны на реализованной прибыли или капитальных убытках.

Инвестиции и налоги

С точки зрения инвестора, ключевые факторы, влияющие на уплату налогов, вращаются вокруг текущего (обыкновенного) дохода, приростов капитала, инвестиционных инструментов, защищающих от налогов, и налогового планирования. Лица, вкладывающие средства в инструменты, обеспечивающие текущий доход, обычно подпадают под более низкие ставки налогов (15 или 28%), особенно пенсионеры. Доминирующей формой текущего дохода от инвестирования являются проценты и дивиденды; другим источником текущего дохода является доход в виде ренты от различных видов инвестиций в недвижимость. С точки зрения механизма налогообложения прирост капитала, возникающий в результате роста рыночной стоимости инвестиций, очень привлекателен для многих инвесторов. Тот факт, что эти приросты не облагаются налогом до тех пор, пока они действительно не получены, позволяет инвестору откладывать уплату налогов, а также контролировать время начисления и уплаты налогов на эти доходы. Конечно, поскольку прирост капитала облагается налогом так же, как и обыкновенный доход, он не обеспечивает никаких преимуществ по *ставке налогообложения.*

В силу обычно более высокого риска, связанного с доходом в виде прироста капитала, нежели с текущим доходом от инвестиций, выбор объекта инвестирования не может быть сделан только на основе названных выше преимуществ распределения налоговых платежей во времени. Необходимо учитывать также взаимосвязь дохода и риска. Ясно, что следует рассматривать *доход после налогообложения и связанный с ним риск.*

Инструменты защиты от налогов

Инструменты, защищающие от налогов, — *это формы инвестиций, позволяющие использовать допустимые налоговые списания в целях уменьшения дохода, облагаемого налогом; списания представляют собой элементы расходов, которые не ведут к оттоку денежных средств.*

Инструменты, защищающие от налогов, — это определенные инструменты инвестирования, которые дают возможность использовать доступные "налоговые списания" и получить экономию на выплаченных налогах. До принятия Закона о налоговой реформе от 1986 г. средства защиты от налогов были особенно популярны у лиц, чьи доходы подвергались налогообложению по самым высоким ставкам. Сегодня инвестиции в некоторые виды недвижимости (собственность, приносящую доход) и природных ресурсов (нефтяные и газовые скважины) все еще обеспечивают эти желаемые скидки, но при очень ограниченных условиях, указанных в Законе от 1986 г. Списания приобретают форму расходов, вычитаемых из налогооблагаемого

дохода, что само по себе не отменяет оттока денежных средств на выплату налогов со стороны инвестора. Поскольку инвестор может уменьшить облагаемый налогом доход на сумму таких начисленных расходов, они могут быть эффективно использованы для уменьшения его обязательств по налогам. Предположим, например, что индивид, который владеет и управляет домом, в котором квартиры сдаются в аренду, в данном году заработал 4000 долл. дохода, рассчитанного до амортизационных отчислений и налогов, и он относится к категории владельцев, которым разрешено вычитать из налогооблагаемого дохода 14 000 долл. в виде амортизационных отчислений. Это означает, что 4000 долл. дохода целиком "укрыты" и дополнительные 10 000 долл. (14 000 долл. – 4000 долл.) могут (при некоторых ограничениях) быть вычтены из *других* источников дохода. Другими словами, 10 000 долл. дохода из других источников, таких, как заработная плата, проценты, дивиденды и прирост капитала, могут быть защищены от выплаты налогов. Другими словами, на этот "укрытый" доход никакие налоги не начисляются. В гл. 15 детально изложены основные приемы защиты от налогов на основе подобных инструментов инвестиций и приводятся примеры их использования на практике.

Налоговое планирование

Налоговое планирование — *это формулировка стратегий, которые позволяют отложить уплату налогов индивидом и минимизировать их сумму.*

Так как налоговое законодательство позволяет получать экономию на налогах, важное значение в инвестиционном процессе имеет налоговое планирование. **Налоговое планирование** включает анализ текущих и предполагаемых доходов индивида и разработку стратегии, которая отсрочит выплату налогов и минимизирует их размер. Налоговый план должен направлять деятельность инвестора таким образом, чтобы в долгосрочной перспективе он достиг максимальной нормы доходности после уплаты налогов с учетом приемлемого уровня риска.

Налоговые планы должны также отражать желаемую для инвестора форму дохода: текущий доход, прирост капитала или доход, "укрытый" от налогов. Одной из распространенных стратегий является объявление убытков, как только они случаются, и отложенное получение прибыли. Такой подход позволяет получить выгоду из того, что сумма убытков не облагается налогом, и отложить декларирование прироста капитала. Хотя использование налогового планирования, часто осуществляемое по согласованию с бухгалтером, налоговым экспертом или уполномоченным по налогам, наиболее распространено среди лиц с высоким уровнем дохода (75 000 долл. ежегодно и более), ощутимые сбережения могут быть получены также инвесторами с более низкими доходами.

УДОВЛЕТВОРЕНИЕ ПОТРЕБНОСТЕЙ В ЛИКВИДНОСТИ: ИНВЕСТИРОВАНИЕ В КРАТКОСРОЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Ликвидность — *это возможность быстрого перевода инвестированных средств в наличные деньги без потери или с небольшой потерей стоимости.*

Инвестиционные цели и планы следует разрабатывать таким образом, чтобы обеспечить достаточную ликвидность инвестиций. **Ликвидность**, как она понимается в этом случае, относится к способности быстро и без потерь превратить инвестиционные инструменты в наличность. Высоколиквидные активы могут быть легко обращены в наличные деньги с небольшими потерями в стоимости или вовсе без потерь. Чековый депозит высоколиквиден, в то

время как акции и облигации нет, поскольку отсутствует твердая уверенность в том, что их можно продать по курсу, равному курсу их первоначальной покупки или немного большему. За последние 15 лет, особенно с момента принятия Закона о дерегулировании депозитных институтов и контроле за денежным обращением в 1980 г., количество и разнообразие инструментов инвестирования, отвечающих потребностям ликвидности, значительно увеличились. Хотя все эти инструменты в той или иной степени отвечают одним и тем же потребностям, они различаются по условиям выплаты процентов и по степени легкости их перевода в наличные деньги. Важно выявить эти различия и понять, почему *ликвидные активы* наиболее популярны.

Роль краткосрочных ценных бумаг

Краткосрочные ценные бумаги — важная часть большинства программ сбережения и инвестирования. Хотя они не приносят текущих доходов, которые в течение периодов высоких рыночных процентных ставок могут быть достаточно высокими, их первая функция — функция сбережения — состоит в обеспечении резервного фонда, необходимого для чрезвычайных ситуаций или накопления средств на специальные цели, такие, как покупка дома или автомобиля. Когда краткосрочные ценные бумаги рассматриваются как часть инвестиционного портфеля, их обычно держат в качестве временного высоколиквидного инвестиционного средства, которое можно легко сбыть, пока не найдется что-то лучшее. Или же эти ценные бумаги могут быть подходящей формой инвестирования для лиц, которых удовлетворяет доход, приносимый ими, или которым удобнее пользоваться этими средствами инвестирования. Такой подход к оценке краткосрочных ценных бумаг показал свои значительные преимущества в периоды экономической (и инвестиционной) нестабильности наподобие той, что наблюдалась в 1970-е и начале 1980-х годов. Какими бы ни были причины, по которым люди держат краткосрочные ценные бумаги, их следовало бы оценивать на основе риска и доходности.

Определение процента по краткосрочным ценным бумагам

Дисконтный доход — *это метод получения процентов по краткосрочным инвестициям путем покупки долговой ценной бумаги по курсу ниже ее стоимости, выплачиваемой при погашении, когда разность составляет все полученные проценты.*

На краткосрочные инвестиции проценты начисляются одним из двух способов. Во-первых, по некоторым инвестициям, таким, как сберегательный счет, проценты начисляются по установленной ставке. В данном случае процентная ставка объявляется при открытии счета. Другой способ получения процентов по краткосрочным инвестициям связан с **дисконтным доходом** при их покупке. Это означает, что ценная бумага приобретается по курсу ниже стоимости погашения, а разница этих величин и составит полученные проценты. Казначейские векселя *(T-bills)*, например, выпускаются в обращение с дисконтом. Такой доход может быть выражен через годовую норму с использованием следующего равенства:

$$\text{Годовая норма доходности на дисконтную ценную бумагу} = \frac{360}{\text{Число дней до срока погашения}} \times \frac{\text{Выкупная стоимость} - \text{Курс покупки}}{\text{Курс покупки}} = \frac{360}{n} \times \frac{R-P}{P}.$$

Для иллюстрации предположим, что вы купили 90-дневный казначейский вексель за 9700 долл., который может быть выкуплен за 10 000 долл.

по истечении его срока. Совокупные проценты на эту ценную бумагу составляют 300 долл. (выкупная стоимость – курс покупки), а годовая норма доходности составит:

$$\text{Годовая норма доходности} = \frac{360}{90} \times \frac{10\,000\ \text{долл.} - 9700\ \text{долл.}}{9700\ \text{долл.}} =$$

$$= 4{,}000 \times 0{,}0309 = 0{,}1236,\ \text{или}\ 12{,}36\%.$$

Характеристики риска

Краткосрочные инвестиции обычно рассматриваются как инструменты с низким риском. Главный риск проистекает из потери потенциальной покупательной способности, которая возникает, когда норма доходности от этих инвестиций становится ниже, чем темп инфляции. К сожалению, такое снижение покупательной способности часто отмечалось по сберегательным счетам с выдачей чековой книжки; по большинству других краткосрочных инвестиций средние нормы доходности за длительные периоды времени приблизительно равны средним темпам инфляции или, может быть, немного выше их.

Риска неисполнения обязательств (неуплаты) фактически не существует для объектов краткосрочного инвестирования. Это объясняется тем, что эмитенты большинства инструментов краткосрочного денежного рынка — институты с хорошей репутацией, такие, как Казначейство США, крупные банки в мировых финансовых центрах и крупные корпорации. Более того, депозиты в коммерческих банках — членах Федеральной резервной системы, в сберегательных банках, ссудосберегательных ассоциациях застрахованы из расчета 100 000 долл. на каждый счет агентствами федерального правительства. Большинство сберегательных институтов, не имеющих федеральной страховки, обладают другими соглашениями по страхованию депозитов. Наконец, поскольку стоимость краткосрочных инвестиций существенно не изменяется в ответ на изменение рыночных процентных ставок, риск капитальных убытков соответственно невелик. Главная причина — короткий срок действия этих ценных бумаг (он часто измеряется в днях и никогда не превышает года), и чем короче срок обращения данного выпуска, тем ниже размах колебаний его рыночного курса. Это наиболее очевидно в случае с казначейскими векселями сроком на шесть месяцев: их доходность может колебаться в широком диапазоне, но курсы изменяются сравнительно незначительно.

Преимущества и недостатки краткосрочных инвестиций

Как мы уже отмечали, главные преимущества краткосрочных инструментов инвестиций — высокая ликвидность и низкий риск. Большинство из них можно купить в местных финансовых институтах и легко продать, т.е. превратить в наличные деньги с минимальными неудобствами. Наконец, поскольку доход от большинства краткосрочных инвестиций изменяется под влиянием инфляции и рыночных ставок процента, инвесторы могут легко получить более высокие нормы доходности, как только рыночные ставки процента возрастут. Однако с этим же связана и отрицательная сторона: когда рыночные процентные ставки снижаются, доходность краткосрочных ценных бумаг также снижается.

Хотя снижение рыночных ставок процента оказывает нежелательное влияние на большинство краткосрочных инструментов инвестирования, возможно, их самым существенным недостатком является относительно низкая доходность. Поскольку эти ценные бумаги обладают низким риском, а низкий риск означает и низкую доходность, норма доходности краткосрочных инвестиций обычно в среднем меньше, чем норма доходности долгосрочных инвестиций. Как инвестор вы должны решить, достаточна ли для вас более высокая норма доходности в качестве компенсации за высокие риски, допустим, в случае облигаций корпораций. Если да, то вам следовало бы держать только минимальное количество краткосрочных ценных бумаг и разместить ваши свободные инвестиционные средства в долгосрочные ценные бумаги.

Широко распространенные объекты краткосрочного инвестирования

В последние 10—15 лет наблюдается огромный количественный рост различных форм сбережений и объектов краткосрочного инвестирования, особенно предназначенных для индивидуальных инвесторов, располагающих скромными средствами. Сбережения и инвестирование в краткосрочные ценные бумаги уже не такое простое дело, как было раньше, когда большинству людей приходилось решать, поместить ли им свои средства на сберегательные счета или в сберегательные облигации серии *E*. Сегодня даже по чековым счетам выплачиваются проценты на неиспользуемые денежные суммы. К формам сбережений и инструментам краткосрочного инвестирования, которые теперь предоставляются инвесторам, относятся сберегательные счета с банковской расчетной книжкой, счета НАУ, депозитные счета денежного рынка и взаимных фондов, депозитные сертификаты, краткосрочные коммерческие векселя, векселя Казначейства США, сберегательные облигации серии *EE*. Вместе с невероятным ростом инвестиционных альтернатив возникли более тонкие способы управления краткосрочными инвестициями. Инструменты краткосрочного инвестирования могут быть использованы как безопасные объекты вложения денег на длительный срок или форма временного размещения наличности до тех пор, пока на фондовом рынке не сложатся явно выраженные тенденции и не будут найдены сферы постоянного помещения денежных средств. Чтобы получить наибольшую выгоду от краткосрочных вложений денежных средств, нужно хорошо представлять все разнообразие альтернатив инвестирования. В данной главе мы рассмотрим каждый из главных инструментов краткосрочного инвестирования и сбережения; в следующих главах будут показаны пути использования этих инструментов в инвестиционном портфеле. (Заметьте, что все *депозитные* счета, которые будут рассматриваться ниже, на самом деле создаются коммерческими банками, ссудосберегательными ассоциациями, сберегательными банками и кредитными союзами; часто мы будем использовать термин "банк", подразумевая один или все из перечисленных выше финансовых институтов, вовсе не привязывая эти инструменты только к коммерческим банкам.)

Сберегательный счет с расчетной книжкой — *это инструмент помещения сбережений, предлагаемый банками и другими сберегательными институтами, по которым обычно выплачивается невысокий процент, не устанавливается минимальный остаток и существуют незначительные ограничения на изъятия средств или таковые отсутствуют.*

Сберегательные счета с банковской расчетной книжкой

Сберегательный счет с банковской расчетной книжкой является традиционным средством помещения сбережений для многих американцев. Термин

"расчетная книжка" проистекает из того обстоятельства, что информация по этому счету отражается в специальной книжке, хотя новые формы отчетности, содержащие банковскую информацию о платежах и поступлениях, быстро замещают старые расчетные книжки. Как правило, по этим счетам не устанавливается минимальных остатков, и вы можете снимать деньги столько раз, сколько хотите, правда, за осуществление некоторых изъятий вам придется вносить небольшую плату. (Например, приходится платить за то число изъятий, которое превышает нормы, установленные банком на месяц или квартал.) Такие счета предлагают банки и другие сберегательные учреждения. Несмотря на то что действующие с 1 апреля 1986 г. потолки процентных ставок по этим счетам были упразднены, по ним продолжают начислять относительно невысокий процент, обычно от 4 до 6%. Сберегательные счета с расчетной книжкой используются главным образом такими категориями инвесторов, которые или предпочитают открывать сберегательный счет в местном банке, или не располагают достаточными ресурсами для инвестиций в другие краткосрочные инструменты, или просто не знают о доступных более доходных инструментах с таким же уровнем риска. Сберегательные счета с расчетной книжкой обычно рассматриваются как удобное средство сбережения (возможно, подходящее для накопления доходов на случай непредвиденных обстоятельств), но в инвестиционных программах их роль невелика.

Счета НАУ

Счет НАУ (счет с договорным порядком изъятия) — *это чековый счет, по которому выплачиваются проценты, но не определяется законодательным путем минимальный остаток, при этом многие банки устанавливают собственные требования.*

Счет НАУ (**счет с договорным порядком изъятия вклада**) — простой чековый счет, по которому выплачиваются проценты по той ставке, которую устанавливает финансовый институт. Не существует законодательно определенного минимума для счетов НАУ, но многие банки определяют собственные границы, часто в пределах от 500 до 1000 долл. В некоторых банках минимум не устанавливается и процент выплачивается на любой остаток на счете. Многие банки уплачивают проценты по более высокой ставке на все остатки, превышающие заранее определенную сумму, например 2500 долл.

Счета НАУ следовало бы рассматривать прежде всего как чековые счета, которые также являются потенциально привлекательными объектами помещения сбережений. Поскольку по счетам НАУ, действительно, предоставляют чековую книжку, инвесторы могут получать проценты на остатки, которые в любом случае должны быть сохранены для текущих операций; так, индивид может получить прибыль на те суммы, которые остались неиспользованными. В большинстве случаев плата за обслуживание счетов НАУ (если она устанавливается) не превышает платы для обычных чековых счетов. Однако несмотря на очевидную привлекательность счетов НАУ, перед принятием решения следует тщательно проанализировать альтернативные формы. При этом особое внимание нужно обратить на то, как ставки процентов по счетам НАУ соотносятся со ставками процентов, которые вы могли бы получить, помещая деньги в другие краткосрочные инструменты. Если альтернативные ставки значительно выше ставок счетов НАУ, то выгоднее поместить дополнительные суммы денежных средств в другие инвестиционные инструменты.

Депозитные счета денежного рынка

Депозитные счета денежного рынка (*MMDAs*) *— это счета депозитных институтов, имеющие федеральную страховку и свойства взаимных фондов денежного рынка, но не имеющие установленного законодательно минимального остатка, который многие институты определяют самостоятельно.*

Депозитные счета денежного рынка (*MMDAs*) появились в декабре 1982 г. и сразу же стали необычайно популярны у вкладчиков. Они создавались для того, чтобы дать банкам и сберегательным институтам возможность конкурировать со взаимными фондами денежного рынка. Хотя для *MMDAs* не устанавливаются законодательные требования минимального остатка, банки обычно назначают такой минимум в размере около 2500 долл. Большинство банков выплачивают процентные ставки по этим счетам на 2—3% ниже тех, что предлагают взаимные фонды денежного рынка. *MMDAs* пользуются популярностью у сберегателей и инвесторов благодаря их удобству и безопасности; депозиты в противоположность фондам денежного рынка имеют *федеральную страховку*. Вкладчики имеют доступ к своим *MMDAs*, выписывая чеки или снимая деньги через банковские автоматы; в общей сложности в течение каждого месяца допускается шесть перечислений денег (из них только три для инкассации чека), после чего взимаются штрафы за дополнительные изъятия. Такая особенность уменьшает гибкость этого вида счетов и делает их менее привлекательными, чем, например, счета НАУ. Однако большинство банков предлагает более высокие проценты по *MMDAs*, чем по счетам НАУ, что усиливает их привлекательность. И поскольку большинство вкладчиков этот инвестиционный инструмент рассматривают как средство сбережений, а не как удобные счета для ведения операций, ограничения на изъятия с них не стали серьезным препятствием для вложения денег.

Взаимные фонды денежного рынка

Взаимные фонды денежного рынка (*MMMF*) *— это взаимные фонды, объединяющие капитал большого числа инвесторов и использующие его для размещения в высокодоходные краткосрочные ценные бумаги.*

Взаимный фонд денежного рынка (*MMMF*) — это взаимный фонд, объединяющий капитал большого числа инвесторов и использующий его для капиталовложений исключительно в высокодоходные краткосрочные ценные бумаги, такие, как казначейские векселя, краткосрочные коммерческие бумаги (векселя. — *Прим. науч. ред.*) корпораций, депозитные сертификаты с номиналом в 100 тыс. долл. и выше и т.п. Поскольку эти ценные бумаги продаются пакетами достоинством от 10 000 до 1 млн. долл. (и более), большинство мелких инвесторов не могут купить их индивидуально, хотя они очень часто имеют наивысшие ставки доходности в коротком периоде. Взаимный фонд денежного рынка делает доступным такой уровень доходности даже для мелких инвесторов. Акции взаимного фонда могут быть куплены (через посредство брокеров, инвестиционных дилеров и т.д.) с низкими первоначальными инвестициями — от 500 до 1000 долл. (Хотя более типична сумма от 1000 до 5000 долл.) Почти каждая крупная брокерская фирма имеет собственный взаимный денежный фонд, и существует еще примерно 300 фондов, не связанных с брокерскими компаниями, их акции продаются при первичной эмиссии без брокерских комиссионных (см. гл. 13). Во вставке "Проницательному инвестору" показана история создания фондов денежного рынка Брюсом Бентом в 1969 г. и их фантастического роста начиная с 1973 г.

Доходы денежных фондов возникают из тех сумм, которые управляющие способны заработать в результате вложения средств фондов в краткосрочные ценные бумаги; поэтому доходы взаимных фондов повышаются и понижаются одновременно с процентными ставками денежного рынка. Из рис. 4.2

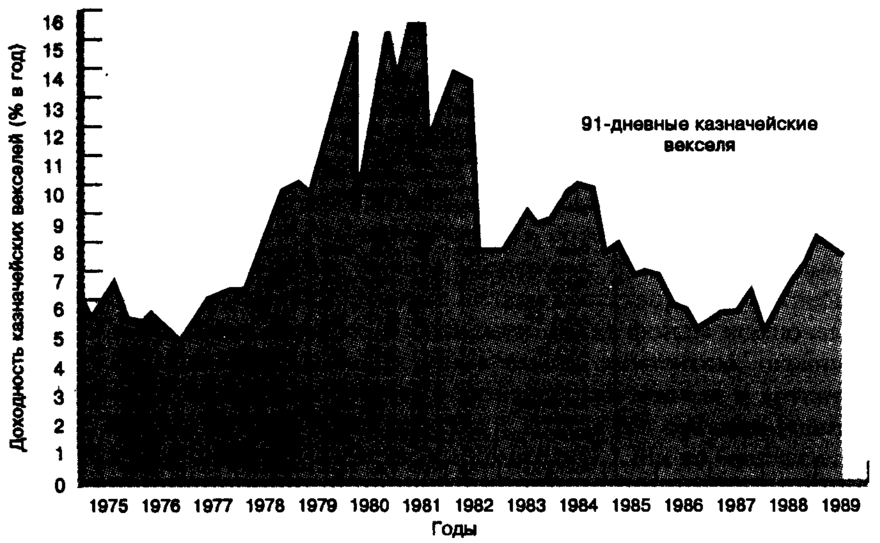


РИС. 4.2. Динамика норм доходности краткосрочных ценных бумаг

Доходность высоколиквидных ценных бумаг (например, векселей Казначейства США) очень нестабильна и поэтому оказывает сильное влияние на доходы, которые получают инвесторы от денежных фондов и других краткосрочных инструментов инвестирования (подобных депозитным счетам денежного рынка)

видно, что эти *очень неустойчивые ставки* приводят к соответствующим колебаниям доходности для инвесторов. Динамика доходности взаимных фондов подробно освещается в финансовых изданиях средств массовой информации, например текущая доходность только 450 крупнейших фондов регулярно освещается в "Уолл-стрит джорнэл" и других ведущих газетах (рис. 4.3). Обратите внимание на то, что публикуются не только данные доходности, но и средние сроки до погашения ценных бумаг, из которых составлен инвестиционный портфель фонда. Взаимные фонды обеспечивают удобный и легкий доступ к вложенным в них средствам, предоставляя владельцу акций привилегию выписки чеков, часто на оговоренную заранее минимальную сумму (обычно 500 долл.). Особая привлекательность чековых расчетов в этих фондах заключается в том, что начисление процентов продолжается даже в то время, когда чек проходит через систему банковского оборота. Наконец, более крупные взаимные фонды часто позволяют инвесторам переводить деньги в другие фонды, которыми они управляют.

Мы рассмотрим взаимные фонды денежного рынка более подробно в гл. 13, которая целиком посвящена подобным ценным бумагам; однако некоторые характеристики фондов денежного рынка следовало бы отметить уже сейчас. Одна из проблем для многих инвесторов связана с надежностью вложений в эти фонды. Поскольку у них нет федеральной страховки, можно утверждать, что взаимные фонды денежного рынка всегда более опасны, чем депозитные счета финансовых институтов, которые имеют федеральную страховку; банки учитывают этот важный аспект, когда открывают счета НАУ и депозитные счета денежного рынка. Однако в целом взаимные фонды довольно стабильны и еще никогда не оказывались даже перед угро-

ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Следующие котировки, собранные Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам, представляют средние в годовом исчислении нормы доходности и взвешенные по доле в стоимости портфеля средние сроки до погашения, рассчитанные на среду, 10 мая 1989 г. Доходность рассчитана на основе фактически выплаченных акционерам дивидендов.

Fund	Avg. Mat.	7 Day Yld.	e 7 Day Yld.	Assets
AALMny	34	8.99	9.40	148
AARP	32	8.80	9.14	303
AMA TrP	1	8.67	9.05	18
AMA TrP	47	9.24	9.67	125
AMEV	30	8.94	9.35	76
ASO Pr	42	9.45	9.90	287
ASO US	32	8.86	9.26	109
ActAsGv	38	9.04	9.46	231
ActAsMny	50	9.38	9.82	2854
AlexBwn	29	9.47	9.92	1072
AlxBGvt	22	8.98	9.38	215
AlgerMM	31	9.97	10.48	55
AlliaCpRs	53	9.00	9.42	1435
AlliaGvRs	27	8.65	9.03	465
AlliMny	36	9.18	9.61	482
AlturaPr	22	9.33	9.77	233
AlturUS	33	9.17	9.59	42
AmCRs a	23	9.39	9.84	493
AmNatl	23	8.66	9.04	16
ArchFd	27	9.47	9.92	438

Fund	Avg. Mat.	7 Day Yld.	e 7 Day Yld.	Assets
FIDSPM	32	10.15	10.68	1619
FidTrLP	11	8.40	8.76	100
FidUS Tr	7	9.35	9.80	361
FidelUS	7	9.04	9.46	1540
FinDlInc	22	9.26	9.70	361
FnclRsv	22	9.35	9.80	460
FstAmer	28	9.46	9.92	162
FtBost	35	9.57	10.03	131
FtInvCs f	17	9.14	9.53	266
FtLkMM	14	9.26	9.69	202
FtLkGv	9	8.81	9.20	164
FtVarG f	19	8.88	9.28	357
FlexFd	42	9.60	10.07	200
FtWash	32	9.19	9.62	60
Founders	20	8.82	9.22	51
FountSq	33	8.96	9.37	118
FrkMny a	17	9.05	9.46	1677
FrkFdl b	1	8.57	8.94	129
FrnkGvt	7	9.90	....	111
FrnklFT	17	9.65	....	145
FremntMM	16	9.22	9.65	33
FdGvtInv	18	8.80	9.19	654
FdSrce	29	9.12	9.54	117
FdSMony	29	9.36	9.80	126
FSWash	43	9.27	9.70	126
Gab OC DP	23	9.57	10.03	186
GalaxyGv	14	9.28	9.72	285
GalxyMM	28	9.44	9.89	310
GnGvSec	52	8.72	9.10	284

Fund	Avg. Mat.	7 Day Yld.	e 7 Day Yld.	Assets
MetLfStMM	28	9.29	9.69	73
MdIncTrGvt	29	8.69	9.07	109
MdInInst	13	9.41	9.85	98
Mon&ManPr	18	8.96	9.37	110
MonManGvt	5	8.98	9.39	17
MonMMgt f	39	9.04	9.45	199
MonMk Trst	37	9.50	....	1576
MonitorGov	40	9.18	9.61	74
MonitorMM	27	9.49	9.95	281
MutlOmah	34	8.87	9.27	186
MtlOmahC	37	8.62	9.00	48
NLR Cash	31	9.35	9.79	1508
NLR Gvt	20	8.73	9.12	94
NatlCash	23	9.19	9.66	59
NatwMM	38	9.31	9.76	476
NeubCsh	33	9.38	9.82	203
NeubGvt	54	8.18	8.52	134
NEMMkt	38	9.37	9.81	949
NEUSGvt	23	8.66	9.04	58
Newton	29	9.41	9.86	99
Nicholas	38	9.22	9.65	56
OppMoney	20	9.20	9.63	862
PSB Gov	20	8.99	9.40	56
PcHrzGvt	32	8.90	9.30	1234
PcHzMMP	38	9.32	9.76	863
PW Cash	36	9.37	9.81	4410
PW MstrM b	25	8.75	9.14	53
ParkPr	20	9.28	9.72	487
ParkUS	34	8.89	9.29	185

РИС. 4.3. Информация о доходах основных взаимных фондов денежного рынка, публикуемая в печати

Данные о денежных фондах широко освещаются в периодической специальной печати; на рисунке мы видим, что эта информация включает: 1) средний срок до погашения ценных бумаг (в днях), включенных в портфели; 2) среднюю текущую доходность за 7 дней; 3) эффективную доходность за 7 дней (обозначено "e7Day"), которая могла бы быть получена за предыдущий 7-дневный период; 4) общую сумму активов в портфеле фонда (в млн. долл.). (*Источник: The Wall Street Journal*, May 11, 1989, p. C21.)

зой неплатежеспособности. Риск невыполнения ими обязательств почти нулевой, поскольку ценные бумаги, покупаемые фондами, подвержены незначительному риску, а диверсификация, осуществляемая ими, еще больше снижает риск. Несмотря на такой замечательный рекорд надежности, нельзя сказать с уверенностью, что взаимные фонды так же свободны от риска, как и все вклады, защищенные федеральной страховкой, и в случае острого финансового кризиса они, скорее всего, пострадают. Однако размер дополнительного риска минимален, поскольку может быть легко компенсирован несколько более высокой доходностью. В этом и заключается выбор, который должен сделать индивидуальный инвестор в рамках собственной системы предпочтений, а именно выбрать между риском и доходностью.

Не облагаемый налогом фонд денежного рынка — *это взаимный фонд денежного рынка, ограничивающий свои инвестиции вложениями в краткосрочные муниципальные ценные бумаги, не облагаемые налогом.*

В дополнение к обычным взаимным фондам денежного рынка существуют не облагаемые налогом фонды денежного рынка и фонды правительственных краткосрочных ценных бумаг. **Не облагаемый налогом фонд денежного рынка** ограничивает свой инвестиционный выбор вложением в муниципальные ценные бумаги, доходы по которым не облагаются налогом, с очень коротким (от 30 до 90 дней) сроком действия. Это единственная черта, отличающая их от обычных взаимных фондов, а в остальном они аналогичны стандартным фондам денежного рынка: высоколиквидны, предла-

Денежный фонд правительственных ценных бумаг — *это взаимный фонд денежного рынка, ограничивающий свои инвестиции вложениями в казначейские векселя и другие краткосрочные ценные бумаги правительства США и его органов.*

гают чековые привилегии и т.д. Поскольку их доход не облагается федеральным подоходным налогом (а в ряде штатов и налогом штата), доходность этих инструментов ниже, чем стандартных, полностью облагаемых налогом фондов денежного рынка. Этот вид взаимных фондов привлекателен главным образом для инвесторов, по уровню доходов находящихся на более высоких ступенях налоговой шкалы, для которых более низкая доходность, возникающая по не облагаемым налогом доходам, предпочтительнее, чем те же ставки доходности *после выплаты налогов,* которые они могли бы получить в стандартных взаимных фондах. **Денежные фонды правительственных ценных бумаг** были образованы в целях удовлетворения потребностей инвесторов в надежных вкладах. В сущности, такие фонды исключают любой риск невыполнения долговых обязательств эмитентом, ограничивая свои инвестиции вложением средств в казначейские векселя и другие краткосрочные ценные бумаги правительства США и его органов (таких, как Федеральная национальная ипотечная ассоциация). Они во многих отношениях аналогичны обычным взаимным фондам, за исключением того, что приносят несколько более низкую доходность (что является платой за более высокое качество). Основным конкурентом взаимных фондов (с точки зрения доходности и ликвидности) является депозитный счет денежного рынка, предлагаемый банками и другими финансовыми институтами.

Следующие котировки, собранные Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам, представляют средние в годовом исчислении нормы доходности и взвешенные по доле в стоимости портфеля средние сроки до погашения, рассчитанные на среду, 10 мая 1989 г. Доходность рассчитана на основе фактически выплаченных акционерам дивидендов.

Управляемые счета

Управляемые счета — *это комплексный депозитный счет, объединяющий операции по инкассации чеков, инвестированию и предоставлению ссуд автоматическим перечислением остатков, превышающих установленный минимум, в краткосрочные инвестиции.*

Управляемые счета (*central asset accounts*) были впервые введены в практику в 1977 г. как "Счет управления наличностью", или *CMA,* брокерской фирмой "Меррилл Линч" с Уолл-стрита. Этот счет — не отдельный объект инвестирования, а скорее всесторонний депозитный счет, сочетающий операции по обслуживанию оборота чеков, инвестирование и получение на него ссуд. Такие счета предлагаются банками и другими депозитными организациями, брокерскими домами, взаимными фондами и страховыми компаниями. Их отличительной чертой является то, что они автоматически переводят остатки, превышающие минимальные, в краткосрочные инвестиции. Например, банковский управляемый счет мог бы быть открыт для объединения средств со счета НАУ и депозитного счета денежного рынка. В конце каждого дня, если остаток на счете НАУ превышает 500 долл., сумма превышения автоматически перечисляется на более доходный депозитный счет денежного рынка. Счета управления наличностью "Меррилл Линч" автоматически перечисляют остатки средств во взаимный фонд денежного рынка этой компании, и если ценные бумаги покупаются на сумму, превышающую текущий остаток на счете владельца, необходимая сумма автоматически добавляется в виде ссуды. Управляемые счета исключительно популярны среди инвесторов. Однако установленные требования минимальных остатков от 5000 до 20 000 долл. (например, по счетам управления наличностью требуется первоначальный остаток в размере 20 000 долл. наличными или цен-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Брюс Бент: изобретатель фондов денежного рынка

Для Брюса Бента, создателя фондов денежного рынка, описанием его детища стало клише, услышанное от одного обозревателя: "Он так совершенен и так прост".

Да, фонд денежного рынка совершенен и прост. Он перевернул банковское дело с ног на голову, способствовал преодолению правил относительно низких процентных ставок для банковских депозитов и ввел приносящие проценты чековые счета. Но то, чего достиг Бент, было на 99% результатом усердного труда.

В 1969 г. ему было 32 года, и бóльшая часть его опыта заключалась в инвестировании страховых взносов, уплачиваемых компании "Тичез иншуренс энд эннуити эссошиэйшн", в которой он работал, туда, где эти взносы могли бы приносить самый крупный и надежный доход. Поэтому инвестиции осуществлялись в депозитные сертификаты и краткосрочные коммерческие бумаги. При этом его занимали проблемы краткосрочного инвестирования. Он, однако, не хотел делать это для кого-то другого.

Неугомонный Бент объединился со своим бывшим боссом в "Тичез" Генри Б.Р. Брауном и отправился на поиски денег, чтобы стать во главе инвесторов, желающих получать высокие доходы от краткосрочных инструментов денежного рынка. "Мы спрашивали себя, где можно найти потребности в услугах, которые еще не удовлетворены?"

БЛЕСТЯЩАЯ МЫСЛЬ

Они нашли свою нишу, когда процентные ставки на депозитные сертификаты и краткосрочные коммерческие бумаги достигли 8 и 9%. Сравните это со ставками коммерческих банков, регулируемых Федеральной резервной системой, и со ставками ссудо-сберегательных ассоциаций в 4—5% — и вы поймете, куда энергичным людям следует вкладывать свои деньги.

Проблема состояла в том, что лишь крупные игроки типа "Тичез" с финансовыми средствами для покупки депозитных сертификатов с номиналами в шестизначных числах могли получать прибыль от повышенных ставок. Остальные же оставались привязанными к банку.

Бент и Браун потратили месяцы в поисках банка, не подпадавшего под "Правило Кью" — федеральный закон, устанавливающий "потолки" процентных ставок для мелких инвесторов в банках и ссудосберегательных ассоциациях. Но они не обнаружили ни одного банка.

Потом их осенило. Почему не взаимный фонд? Но вместо торговли акциями они будут торговать... деньгами. Инвесторы с капиталом не более 1000 долл. могли бы войти в долю сразу. Более того, Браун и Бент могли бы так распределить сроки погашения, чтобы фонд был всегда достаточно ликвиден и можно было рассчитаться с акционера-

ными бумагами) делают доступными такие инструменты лишь для тех, кто располагает более крупными сбережениями.

Депозитные сертификаты (ДС) — *это инструменты сбережений, в которых средства должны оставаться на счете в течение установленного периода времени; за их преждевременное изъятие взимается штраф.*

Депозитные сертификаты (ДС)

Депозитные сертификаты (ДС) отличаются от рассмотренных выше инструментов сбережений тем, что средства должны оставаться на депозите определенный период, составляющий от 7 дней до года и более. И хотя изъятие средств до наступления положенного срока возможно, штраф (составляющий сумму, эквивалентную выплатам процентов за 31—90 дней в зависи-

ми по их требованию. Изюминка заключалась в форме, которую бы приняли такие изъятия: акционеры могли бы просто выписывать чеки. Так Бент создал приносящий проценты чековый счет с плавающей процентной ставкой.

В 1969 г. это была революционная идея, но она не была реализована. Корпорации и их финансовые управляющие, которым Бент направил "свой товар", не были заинтересованы в нем. Комиссия по ценным бумагам и биржам, от которой они должны были получить разрешение действовать, рассматривала их заявление несколько месяцев.

В то время Бент жил на 11 000 долл. в год, обеспечивая свою жену и двоих сыновей, а его предприятие имело 250 000 долл. долга. В конце 1972 г. Резервный фонд с вкладами на 300 000 долл. оказался мертворожденным. Бент предложил 80% пая одному из инвесторов из Виргинии, чтобы выплатить долги. Тот отказался, требуя большего.

Затем 7 января 1973 г. "Нью-Йорк таймс" опубликовала заметку о Резервном фонде под заголовком "Взаимный фонд однодневных ссуд". На следующий день раздались сотни звонков, и на большинство из них Бент отвечал сам. В течение месяца у фонда было вкладов уже на 1,9 млн. долл., через три месяца — на 10 млн., через год — на 100 млн. долл.

НАЗАД К ВЕРШИНЕ

Фонды денежного рынка рассматриваются в настоящее время как особенно популярные инструменты. Их теперь существует более 524, распоряжаются они более чем 338 млрд. долл. "Уолл-стрит джорнэл" поместил фонды денежного рынка среди десятка наиболее достопримечательных нововведений в области финансов. Резервные фонды Бента (всего их пять, включая не облагаемые налогом фонды Нью-Йорка и Коннектикута) имеют активов более чем на 3 млрд. долл.

Но его изобретение стало жертвой собственного успеха. Фонды денежного рынка стали так популярны, что возникла сильная конкуренция между банками. "Правило Кью" было отменено в 1982 г., и банки вскоре стали предлагать достаточно привлекательные ставки, чтобы добиться бегства вкладчиков из фондов. Бент уже переживал такие бедствия в 1977 г., когда ставки доходности по депозитным сертификатам упали и сделали непривлекательной доходность инвестиций в его фонды. Но каждый раз ставки вновь росли, и он опять возвращался на вершину.

Говоря о новых идеях, Бент с удовлетворением улыбается. Сын почтальона, парень, прошедший вечернюю школу при Университете Сент-Джона и получивший диплом магистра делового администрирования в Нью-Йоркском университете, теперь из собственного кабинета рассматривает Манхэттен.

Источник: Dan Moreau, "Changing Agents: Money-Market Funds Didn't Seem Such a Great Idea in 1970", *Changing Times*, March 1989, p. 132.

мости от первоначального срока действия ДС) обычно делает изъятие невыгодным. Банки и ссудосберегательные ассоциации сегодня могут предлагать любую процентную ставку на конкретные ценные бумаги и устанавливать любой срок их действия. Некоторые организации даже позволяют инвестору самому определять дату платежа (например, в день рождения или юбилея). Большое разнообразие депозитных сертификатов предлагается большинством банков и сберегательных институтов. Этим же объясняется столь большое разнообразие названий. Их удобно покупать и иметь в портфеле, и все они предлагают привлекательные и конкурентоспособные доходы, а также федеральную страховку. Решающим фактором при выборе инструментов

инвестирования — одного из ДС, депозитного счета денежного рынка или взаимного фонда денежного рынка — является желание "заморозить" средства на определенное время. Если вам кажется, что процентные ставки будут падать, а доходы на депозитные счета денежного рынка или взаимные фонды денежного рынка могут упасть значительно ниже того значения, которое сейчас обеспечивают денежные сертификаты, тогда вам следовало бы выбрать последние. Если вы надеетесь, что процентные ставки будут расти, депозитные счета денежного рынка и взаимные фонды денежного рынка могут стать лучшим выбором.

Брокерские депозитные сертификаты — *это депозитные сертификаты, продаваемые фондовыми брокерами, имеющие более высокую доходность, чем обычные депозитные сертификаты, и не подверженные штрафам при продаже до срока погашения.*

В дополнение к тем ДС, которые покупаются прямо у эмитента, их также можно купить у фондовых брокеров. **Брокерские депозитные сертификаты** — это просто банковские депозитные сертификаты, продаваемые брокерами. Брокерская компания прицельно ищет наиболее привлекательные с точки зрения нормы доходности депозитные сертификаты и затем продает эти ценные бумаги своим клиентам. В сущности, банк или ссудосберегательная ассоциация выпускает сертификаты в обращение, а брокерские компании просто размещают их среди инвесторов. Минимальная величина номинала сертификатов составляет 1000 долл., так что они доступны многим и, как правило, по ним не требуется платить комиссионные, поскольку брокер получает свое вознаграждение от эмитента — банка или ссудосберегательной ассоциации. Брокерские депозитные сертификаты привлекательны по двум причинам. *Во-первых,* инвестор может продать их до истечения срока погашения без начисления штрафа, поскольку брокерские фирмы поддерживают их активное вторичное обращение, таким образом, инвестор может улучшить ликвидность портфеля. Но, безусловно, в этом случае не существует гарантий, так как превалирует рыночный механизм, поэтому если рыночные процентные ставки растут, относительная стоимость депозитных сертификатов падает, а вы по-прежнему будете получать проценты по сертификату по той ставке, которая была установлена при его эмиссии. *Во-вторых,* инвестор может получать более высокие нормы доходности по брокерским депозитным сертификатам, чем в местном банке или сберегательном институте. Часто можно выиграть от $^1/_4$ до $^3/_4$%, имея дело с брокером. Но будьте внимательны. Брокер может работать с сертификатами, имеющими более высокую доходность, продавая депозитные сертификаты, которые выпускаются финансовыми институтами, находящимися в неблагоприятном положении. Следовательно, ***никогда не покупайте брокерских депозитных сертификатов, если они выпущены институтом, не имеющим федеральной страховки,*** обязательно узнайте об этом у вашего брокера, чтобы быть уверенным в наличии страховки.

Коммерческие бумаги

Коммерческие бумаги — *это краткосрочное необеспеченное долговое обязательство, выпускаемое корпорациями с высокой кредитоспособностью.*

Коммерческие бумаги — это краткосрочные необеспеченные (закладной на активы. — *Прим. науч. ред.*) простые векселя (*IOUs* — "Я вам должен"), выпускаемые корпорациями с очень высокой кредитоспособностью. Такие бумаги обычно продаются фирмами, нуждающимися в краткосрочных ссудах, другим предпринимателям, банкам, брокерским фирмам, взаимным фондам денежного рынка и отдельным лицам, желающим вложить средства на короткий период времени. Хотя они иногда выпускаются низкими номиналами — в 25 000 или 50 000 долл., большинство коммерческих бумаг первоначально продаются лотами, кратными 100 000 долл. Сроки действия

этих ценных бумаг обычно находятся в пределах от нескольких дней до 270 дней — максимального срока, который не требует регистрации ценной бумаги в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Вторичный рынок коммерческих бумаг очень ограничен, и, следовательно, большинство инвесторов держат коммерческие векселя до срока их погашения эмитентом. Независимые агентства проводят рейтинг коммерческих бумаг в зависимости от качества. Их доходность сопоставима с нормой доходности по депозитным сертификатам с высокими номиналами.

Обычно только крупные институты ведут операции с этими ценными бумагами из-за того, что их продают крупными лотами. Большинство индивидуальных инвесторов приобретают коммерческие бумаги у банка или брокера, которые "дробят" ценную бумагу и продают инвесторам небольшие ее части, например в 10 000 долл., с немного более низкой доходностью, для того чтобы покрыть управленческие затраты. Взаимные фонды денежного рынка, которые обычно покупают большие количества коммерческих бумаг для своих портфелей, вероятно, обеспечивают лучший способ вложения средств для мелких инвесторов. Индивидуальные инвесторы обычно могут получить прибыли, аналогичные их выигрышу по коммерческим бумагам, приобретая депозитные сертификаты, которые, как и коммерческие бумаги, имеют фиксированный срок погашения, но вдобавок обладают еще и федеральной страховкой. Инвесторам, приобретающим коммерческие векселя, следовало бы покупать только те из них, которые имеют высокий рейтинг и срок до погашения, близко сопоставимый со сроком, на который они хотят вкладывать свои средства.

Векселя Казначейства США

Векселя Казначейства США (*T*-векселя) — *это обязательства Казначейства США, продаваемые с дисконтом и имеющие разнообразные короткие сроки до погашения и практически не подверженные риску.*

Еще до того, как за последние годы произошло множество изменений на финансовых рынках, **векселя Казначейства США** были основной формой краткосрочного инвестирования для большинства людей, которые имели значительные средства для решения своих достаточно консервативных инвестиционных задач. *T*-векселя — это обязательства Казначейства США, выпускаемые для регулирования процессов денежного обращения и обслуживания государственного долга. *T*-векселя продаются с дисконтом (скидкой) минимальными партиями в 10 000 долл., выпускаются сроком на 3 месяца (13 недель), 6 месяцев (26 недель) и 1 год. Векселя сроком на 3 и 6 месяцев продаются на аукционе каждый понедельник (с поставкой в следующий четверг), а аукцион для векселей сроком на 1 год проводится приблизительно каждые 4 недели. Индивидуальный инвестор может приобрести *T*-векселя, непосредственно участвуя в еженедельных казначейских аукционах или опосредованно, через местные коммерческие банки или дилеров по ценным бумагам, которые покупают векселя для инвесторов на комиссионной основе. Выпущенные в обращение казначейские векселя могут быть также куплены на вторичном рынке через банки или брокеров. Крупнейшее преимущество такого подхода состоит в том, что инвестор имеет большее разнообразие сроков до погашения векселей, из которых он может выбрать от менее чем недельного срока до 1 года. Действительно, *T*-векселя относительно легко купить. Все, что требуется для этого, так это предоставить на рассмотрение Федерального резервного банка или его местного отделения заявку об участии в торгах с указанием желаемого количества и срока до по-

гашения. (Формы заявки могут быть получены, если написать в Бюро государственного долга, отдел сделок с ценными бумагами, главное здание Казначейства; Washington, D.C. 20239 или позвонить по телефону 202-287-4113.) Казначейство пытается оказывать услуги индивидуальным инвесторам через систему внеконкурсных заявок, которую использует большинство индивидуальных инвесторов благодаря ее простоте. В сущности, все внеконкурсные заявки о приобретении удовлетворяются по курсу, равному средней всех удовлетворенных конкурсных заявок. Так инвестору гарантируется покупка векселей в желаемом количестве с сохранением в то же время выгод от системы открытых аукционов, но без хлопот оформления конкурсной заявки. Но будьте внимательны: *Т*-векселя, покупаемые через внеконкурсную систему, необходимо держать в течение всего срока до их погашения, поэтому их *не* следует покупать инвесторам, которые предполагают их последующую продажу, поскольку продажа этих векселей на вторичном рынке — трудный и требующий времени процесс.

Ставки процентов на казначейские векселя ежедневно публикуются в "Уолл-стрит джорнэл" и других главных средствах финансовой информации. Особенно привлекательной чертой *Т*-векселей является то, что они ***не облагаются местными подоходными налогами и налогами штата****, которые в некоторых районах могут достигать 20%, и подобно депозитным сертификатам и краткосрочным коммерческим бумагам ***не облагаются федеральным налогом до тех пор***, пока процент фактически не получен при погашении самой ценной бумаги. Поскольку *Т*-векселя выпускаются Казначейством США, они считаются самыми надежными, но обычно самыми низкодоходными из всех инвестиций. Более того, операции с ними на вторичном рынке весьма интенсивны, так что их легко можно продать, если инвестору требуется наличность.

Сберегательные облигации серии *EE* — *это сберегательные облигации Казначейства США, размещаемые через банки и программы оплаты труда персонала, имеющие различный номинал и эмиссионный курс в 50% номинальной стоимости, со ставкой процента, зависящей от продолжительности фактического владения ими.*

Ценные бумаги с отложенным процентом — *это ценные бумаги, по которым процент выплачивается только в момент обращения облигации в наличные деньги, независимо от того, наступил ли срок погашения, а не периодически на протяжении срока действия облигации.*

Сберегательные облигации серии EE

Сберегательные облигации серии ***EE*** — это хорошо известные сберегательные облигации, которые были доступны десятилетиями. (Впервые выпущенные в 1941 г., они получили название облигации серии *E*). Облигации серии *EE* часто покупаются в рамках корпоративных программ оплаты труда персонала. Хотя они и выпускаются Казначейством США, но полностью отличаются от *Т*-векселей; возможно, единственным их сходством является то, что они продаются с дисконтом и не облагаются местным подоходным налогом и налогом штатов. Облигации серии *EE* — это **ценные бумаги с отложенными процентами**, т.е. выплата процентов по ним производится только тогда, когда облигации обращаются в наличные деньги, в срок погашения или до погашения, а не периодически в течение срока действия облигации. (Правительство сделало доступными и облигации серии *HH*, но они могут быть приобретены только в обмен на облигации серий *E* и *EE*, имеют 10-летний срок действия и номинал от 500 до 10 000 долл. В отличие от облигаций серии *EE* облигации серии *HH* выпускаются в обращение по номинальной стоимости и по ним раз в полгода выплачиваются проценты по существующей фиксированной ставке 6% годовых.) Облигации серии *EE* основаны на доверии к правительству США и могут быть заменены без

* Этим они решительно отличаются от других краткосрочных инструментов. *(Прим. науч. ред.)*

дополнительной оплаты в случае потери, кражи или уничтожения. Их можно купить в банках либо других сберегательных организациях или через программы оплаты труда персонала корпораций. Они выпускаются номиналом от 50 до 10 000 долл. с эмиссионным курсом, равным 50% номинала (так, 100-долларовая облигация стоит 50 долл., но будет погашена за 100 долл.).

Фактическая дата погашения облигаций серии *EE* не устанавливается, поскольку по ним выплачиваются проценты по переменной ставке. Чем выше ставка процента, тем короче период времени, требующийся для наращивания стоимости облигации, начиная от ее эмиссионного курса до стоимости в момент погашения*. Для повышения привлекательности всех облигаций серии *EE*, которые находятся в собственности 5 лет и более, инвесторы получают текущий процент по ставке, наиболее высокой из двух следующих: 6 или 8,5% средней доходности по пятилетним ценным бумагам Казначейства, которая подсчитывается каждые 6 месяцев (в мае и ноябре). Следовательно, доходность меняется каждые 6 месяцев в соответствии с доходностью ценных бумаг Казначейства, хотя она никогда не может упасть ниже гарантированной минимальной ставки в 6%. Ставка, зафиксированная в конце 1989 г., составляла 6,98%. [Текущие ставки процента на облигации серии *EE* можно узнать в банке или позвонив по телефону 1-800-872-6637 (1-800 — Американские облигации).] По облигациям серии *EE*, находящимся в собственности менее 5 лет (они могут быть выкуплены в любое время по прошествии первых шести месяцев), начисляется процент в соответствии с неизменной шкалой: от 4,16% для облигаций, находящихся в собственности 6 месяцев, и поднимающейся постепенно до не менее 6% — гарантированной минимальной ставки — к пяти годам.

В дополнение к тому, что облигации серии *EE* не облагаются налогами штатов и местными налогами, они предлагают своим владельцам привлекательную налоговую уловку. ***Инвесторам не нужно показывать в федеральной налоговой декларации проценты, полученные на облигации, пока они не выкуплены.*** Хотя проценты могут декларироваться ежегодно (это может быть сделано, например, если облигации покупаются на имя ребенка, который имеет ограниченный процентный доход), большинство инвесторов предпочитают откладывать во времени их объявление в декларации. В действительности это тождественно реинвестированию средств по ставке после налогообложения не менее гарантированного минимума в 6%. Более того, иногда можно перенести защиту процентов от налогов *за дату выкупа* облигаций серии *EE*. Вы можете продлить этот срок защиты, если вместо обмена облигаций на наличность обменяете их на облигации серии *HH*. Накопленный процент на облигации серии *EE* остается свободным от федерального подоходного налога долгое время, поскольку на эти процентные доходы не нужно платить налог, пока облигации серии *HH* не достигнут окончания срока действия (10 лет) или не будут обращены ***в наличность***. Таким образом, в противоположность своим предшественникам современные облигации серии *EE* не только представляют надежную и безопасную форму инвестирования, но также обеспечивают высококонкурентную доходность и предлагают привлекательные налоговые стимулы. Другой привлекательной чертой, связанной с налогами, является возможность полностью избежать уплаты

---

* Речь идет о начислении процентов, вся совокупная сумма которых должна быть равна разности номинала и эмиссионного курса. *(Прим. науч. ред.)*

налогов по доходам с облигаций серии *EE*, когда средства от них используются для оплаты затрат на образование, например в колледже, или семьями со скорректированным валовым доходом менее 60 000 долл. или менее 40 000 долл. для одиноких налогоплательщиков.

Пригодность для инвестирования

Только что рассмотренные счета и ценные бумаги широко используются отдельными лицами в качестве объектов как сбережения, так и инвестирования. Они используются для образования или сохранения желаемого уровня *сбережений* на случай непредвиденных обстоятельств или крупных расходов, которые произойдут или могут произойти в будущем; некоторые люди могут также использовать свои сбережения в случае неожиданно открывшихся возможностей для бизнеса. Какими бы ни были причины, сбережения часто рассматриваются главным образом как способ накопления средств, которые легкодоступны в случае возникновения потребности, в сущности, для обеспечения надежности и безопасности. В такой ситуации высокая доходность менее важна, чем надежность, ликвидность и удобство. Сберегательные счета с расчетной книжкой, счета НАУ и сберегательные облигации серии *EE* — популярные, но в меньшей степени, инструменты сбережений, как и депозитные счета денежного рынка, денежные фонды, управляемые счета, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги и векселя Казначейства.

Для целей *инвестирования* доход часто так же важен, как и ликвидные характеристики. Однако ценные бумаги, как правило, используются не только в программах сбережений. Большинство инвесторов держат, по крайней мере, часть своего портфеля в краткосрочных, высоколиквидных ценных бумагах. Однако некоторые инвесторы в целях эксперимента могут составить весь портфель или бóльшую его часть из таких ценных бумаг в надежде, что эти инвестиции обеспечивают высокую доходность за соответствующий риск, поскольку они незнакомы с другими объектами инвестирования или просто потому, что не хотят посвящать свое время неизбежному в этом случае управлению портфелями. Один из наиболее распространенных видов применения краткосрочных ценных бумаг в качестве объектов инвестирования — это их использование в виде временных инвестиционных инструментов либо до того момента, когда будет найдено привлекательное постоянное место вложения средств, либо в периоды неустоявшихся или нежелательных рыночных условий. Например, инвестор, который только что продал несколько акций и не имеет приемлемой долгосрочной инвестиционной альтернативы, может поместить вырученную сумму в денежный фонд, пока не найдет более приемлемого варианта. Если инвестор чувствует, что процентные ставки резко поднимутся, то он продает свои долгосрочные облигации и использует выручку, чтобы купить *T*-векселя. Высокодоходные ценные бумаги, подобные депозитным сертификатам денежного рынка, денежным фондам, ДС и коммерческим бумагам, обычно используют лишь как часть инвестиционной программы — по аналогии с тем, как используются управляемые счета в крупных брокерских фирмах.

Для решения вопроса, какие ценные бумаги наиболее подходят для конкретной ситуации, требуется учитывать такие их характеристики, как доступность, надежность, ликвидность и доходность. Хотя все объекты инвестирования, рассмотренные нами, удовлетворяют основным требованиям ликвидно-

ТАБЛИЦА 4.3 Выигрышные характеристики краткосрочных счетов и ценных бумаг

Инструменты сбережения или инвестирования	Доступность	Надежность	Ликвидность	Средняя доходность* (в %)
Сберегательные счета с расчетной книжкой	*A*+	*A*+	*A*	*F* (4,0)
Счета НАУ	*A*–	*A*+	*A*+	*C*–(4,8)
Депозитный счет денежного рынка	*B*	*A*+	*A*–	*B*–(6,2)
Взаимный фонд денежного рынка: стандартный и фонды правительственных ценных бумаг	*B*	*A*/*A*+	*B*+	*A* (9,3)
Управляемый счет	*B*–	*A*	*A*+	*B*– (6,2)
Депозитный сертификат (3-месячный с крупным номиналом)	*B*	*A*+	*C*	*A* (9,8)
Коммерческие бумаги (90 дней)	*B*–	*A*–	*C*	*A* (9,6)
Вексель Казначейства США (91 день)	*B*–	*A*++	*A*–	*A*– (8,4)
Сберегательная облигация серии *EE*	*A*+	*A*++	*C*–	*B*+ (7,8)

* Средние нормы отражают репрезентативные, или типичные, нормы середины 1989 г.

сти, пусть и в разной степени, счета НАУ, без сомнения, самые ликвидные из всех, поскольку по ним можно выписать любое количество чеков на любую сумму. Депозитный сертификат не столь ликвиден, так как преждевременное погашение влечет за собой процентный штраф. В табл. 4.3 суммированы основные характеристики большинства краткосрочных объектов инвестирования, рассмотренных выше. Буквенная градация для каждого объекта инвестирования и каждой характеристики отражает оценку качества инвестирования в данной области. Например, взаимные фонды денежного рынка получают только оцененное в *B*+ значение ликвидности, поскольку изъятия обычно требуют минимального остатка в 500 долл.; депозитные счета денежного рынка оцениваются в данном отношении несколько лучше, поскольку изъятие может быть любого размера и даже через банковские автоматы. Доходность в основном говорит сама за себя, хотя инвестору следовало бы обратить внимание на то, что, чем меньше объект инвестирования выигрывает в доступности, надежности или ликвидности, тем он обычно более доходен.

УДОВЛЕТВОРЕНИЕ ПОТРЕБНОСТЕЙ В ПЕНСИОННЫЙ ПЕРИОД: ПЛАНИРОВАНИЕ НА ДОЛГОСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

Когда вы молоды, выход на пенсию кажется очень далеким; трудно беспокоиться о событии, которое не может произойти в ближайшие 40—45 лет. В некотором отношении об этом можно сожалеть, поскольку, чем раньше

составлены пенсионные планы, тем, как правило, они бывают удачнее. Тому существует несколько причин. Во-первых, выход на пенсию требует тщательного планирования как с точки зрения обеспечения наличия финансовых ресурсов, так и с точки зрения определения потребностей в пенсионный период. Во-вторых, чем раньше будут инвестироваться средства для накопления пенсионного денежного фонда, тем более продуктивными окажутся эти средства. На самом деле это простой случай демонстрации возможностей техники сложных процентов или того, как увеличиваются денежные средства с течением времени. Например, если вы инвестируете 1000 долл. сегодня, скажем, на 30 лет, то накопите 17 499 долл., исходя из предположения, что вам удастся вложить их под 10% в течение всего 30-летнего периода. Но если вы сможете инвестировать ту же 1000 долл., удлинив этот срок еще на 10 лет, ваши инвестиции возрастут до колоссальной суммы в 45 258 долл. — почти в 2,5 раза! (Метод исчисления будущих стоимостей описан в гл. 5.) Конечно, вам, может, и не удастся осуществить инвестиции под 10% в течение всего срока вложения средств, и даже если удастся, то инфляция, вероятно, съест добрую часть этого прироста. Тем не менее главным является то, что, чем скорее вы инвестируете на случай выхода на пенсию, тем *прогрессивно бóльшую* сумму вы накопите независимо от ставки реинвестирования.

Пенсионное планирование

Планирование начинается с рассмотрения выхода на пенсию как части всеобъемлющей инвестиционной программы. Составляя план выхода на пенсию, необходимо учитывать, какой размер дохода вы можете логически ожидать из основных источников пенсионного дохода — социального обеспечения и программ, финансируемых работодателем. Если они не обеспечивают ваших потребностей в доходах, то их необходимо дополнить собственной, управляемой вами программой. В дополнение к разработке такой программы вам необходимо определить источники ее финансирования. Эти вопросы мы теперь кратко и рассмотрим.

Роль пенсионных выплат в инвестиционной программе

Как мы отмечали на протяжении этой главы, к инвестиционной деятельности обычно лучше всего прибегать для достижения конкретных целей. Такое же соответствие инвестиций целям необходимо при планировании выхода на пенсию. Это верно, даже если инвестирование уже осуществляется для вас, т.е. если бóльшая часть вашего пенсионного дохода (отличного от социального обеспечения) будет проистекать из программ, финансируемых работодателем. Для иллюстрации этого положения рассмотрим диаграмму на рис. 4.4. Здесь все инвестиционные потребности разделены на три сферы: ликвидность, выход на пенсию, другие нужды, каждая из которых представлена равной частью круга. (Помните, что это всего лишь иллюстрация; мы не предполагаем, что все потребности равнозначны.) Теперь предположим, вы считаете, что часть активов на случай выхода на пенсию должна состоять из обыкновенных акций, скажем, в сумме, обозначенной буквой *A*; если финансируемая работодателем программа не обеспечивает вложений в обыкновенные акции, единственным способом достижения цели является инве-

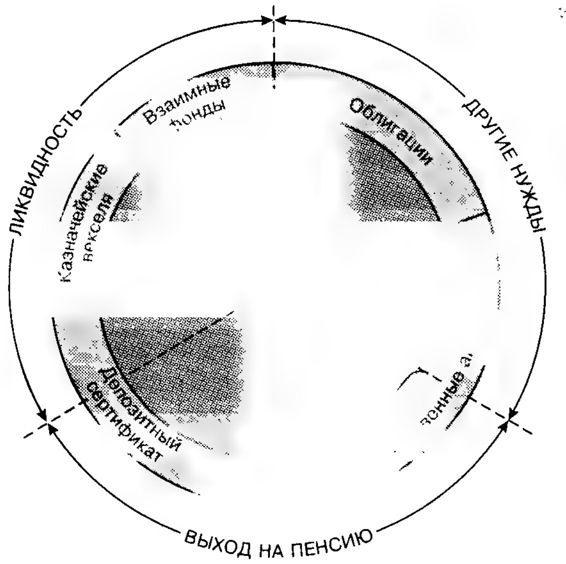


РИС. 4.4. Планирование выхода на пенсию в рамках всеобъемлющей инвестиционной программы

Инвестиционный портфель состоит из многих частей, и инвестиции на случай выхода на пенсию, естественно, являются одной из них; эти ценные бумаги следует рассматривать как интегральную часть общего портфеля и активно управлять ею

стирование суммы *А* в акции самостоятельно. Если же финансируемая работодателем программа перенасыщена инвестициями в акции, вы, возможно, захотите вложить меньшую часть вашего пенсионного портфеля в акции и большую — в другие ценные бумаги, такие, как облигации или иные ценные бумаги с фиксированным доходом. Причем удовлетворение пенсионных потребностей должно быть интегральной частью любой инвестиционной программы, и активы или инвестиции для обеспечения пенсионного периода должны быть так же активно управляемы, как и все другие части портфеля. Окончательной целью является формирование портфеля, удовлетворяющего все потребности в пределах того уровня риска, который считается допустимым для ожидаемой выручки.

Определение будущих потребностей и дохода

Для иллюстрации процесса координирования будущих потребностей и дохода давайте рассмотрим семью Роя и Сью Слоан. Слоанам за 30, у них двое детей, и их ежегодный доход до налогообложения составляет 45 000 долл. Раньше они почти не думали об уходе на пенсию, но теперь считают, что, хотя до этого события еще около 30 лет, им следовало бы рассмотреть свое положение, чтобы выяснить, смогут ли они по выходе на пенсию вести привычный образ жизни. В табл. 4.4 показано, как Слоаны оценили свой пенсионный доход и как они должны накапливать инвестиционные активы приблизительно в 289 510 долл. для достижения своих пенсионных целей. Давайте рассмотрим, как они это сделали.

ТАБЛИЦА 4.4 **План на случай выхода на пенсию Роя и Сью Слоан**

	В текущих ценах, долл.	Коррекция на инфляцию✦	Будущие потребности, долл.
Предполагаемые расходы			
Жилье и коммунальные услуги	5600		
Питание дома и за его пределами	6000		
Транспорт	2200		
Путешествия и развлечения	5200		
Медицинское обслуживание	2000		
Прочие расходы	7000		
Полные расходы	28 000	× 4,322*	= 121 016
Предполагаемые доходы			
Социальное обеспечение	12 000	× 4,322*	= 51 864
Система пенсионного обеспечения работодателя	7000	× 5,743**	= 40 201
Промежуточный итог	19 000		92 065
Дополнительно требующийся доход	9000		28 951
Всего доходов	28 000		121 016
Потребность в активах			
Ожидаемая норма доходности от активов, находящихся в собственности в пенсионный период			0,10
Необходимые активы (28 951 долл./0,10)			289 510

✦ Рассчитано по таблицам будущей стоимости, основанным на сложных процентах. *(Прим. науч. ред.)*

* Темпы инфляции (или темпы роста) 5% в год в течение 30 лет.

** Темпы роста 6% в год в течение 30 лет.

Рой и Сью Слоан начали свои расчеты с определения затрат, исходя из предположения, что уход на пенсию произошел бы *немедленно;* это позволило им вести расчеты в текущих ценах. Они определили, что им потребовалось бы 28 000 долл. в год, чтобы обеспечить себе достойный образ жизни. Следующим шагом было определение возможного пенсионного дохода в случае немедленного выхода на пенсию. Слоаны считают, что по системе социального обеспечения они получат 12 000 долл., а из системы пенсионного обеспечения Роя — еще 7000 долл.; к сожалению, оказалось, что общая сумма 19 000 долл. на 9000 долл. меньше ожидаемых расходов. Но это недостача в текущих ценах, а не в ценах на тот момент, когда Слоаны действительно уйдут на пенсию. Так что Рой и Сью поставлены перед непростой задачей оценки будущей стоимости. Они полагают, что инфляция в среднем составит 5% на будущие 30 лет, по истечении которых они достигнут пенсионного возраста. Это означает, что затраты в 28 000 долл. вырастут до 121 016 долл. (такое число получено в результате использования техники определения будущих стоимостей, описанной в гл. 5). Рой и Сью также надеются, что социальное обеспечение будет соответствовать темпам инфля-

ции; основываясь на прошлом опыте, они считают, что их пенсионный план, предоставляемый работодателем, должен будет расти быстрее инфляции и поэтому в расчет следует принять ежегодный темп роста в 6%. При данных предположениях о будущем увеличении дохода Слоаны получили бы общий ежегодный доход 92 065 долл. (см. табл. 4.4), что означает ежегодную недостачу в будущих* ценах в 28 951 долл. (121 016 – 92 065).

Следующий шаг — оценка нормы доходности, которую Слоаны надеются получить на инвестиции *после того,* как выйдут на пенсию. Это подскажет им, каким должен быть их денежный взнос *в момент выхода на пенсию,* чтобы устранить предполагаемую ежегодную нехватку средств в 28 951 долл. Давайте предположим, что доходность оценивается в 10%; в этом случае Слоаны должны накопить к моменту выхода на пенсию 289 510 долл. Эта цифра получена путем определения основной суммы, которую необходимо вложить при 10%-й годовой ставке для получения 28 951 долл. ежегодно; данная стоимость получается делением ежегодной суммы на ставку процента: 28 951/0,10 = 289 510 долл. Такая денежная сумма будет приносить 28 951 долл. в год при данной норме доходности в 10% (289 510 × 0,10 = = 28 951 долл.). И до тех пор, пока капитал (289 510 долл.) остается нетронутым, он будет приносить такую же ежегодную сумму на протяжении жизни Слоанов и в конечном счете может стать частью их состояния.

Теперь, когда Слоаны знают, каков должен быть их денежный взнос, последним вопросом остается то, как они собираются накопить эту сумму ко времени выхода на пенсию. Для большинства людей это означает разработку *плана регулярных сбережений,* который включает откладывание определенной суммы денег каждый год. Для определения суммы ежегодных сбережений будет использована схема вычисления будущей стоимости, описанная в гл. 5. Предположив, что они могут получать 10%-ю норму доходности инвестиций, и применив технику вычисления будущих стоимостей, определяем, что Слоанам необходимо сберегать каждый год 1760 долл. в продолжение будущих 30 лет, чтобы накопить к моменту выхода на пенсию 289 510 долл. Но нужно еще принять в расчет следующее. В наших вычислениях мы предположили, что Слоаны действительно будут способны получить 10%-ю норму доходности от инвестиций. Если же им не удастся сделать так, то это будет означать, что они не смогут достичь необходимого размера денежного взноса. Например, если они смогут получать только 8% на свои инвестиции, к моменту выхода на пенсию они получат только 199 376 долл. Хотя это и означает, что Слоаны накопят инвестиционный фонд почти в 200 000 долл., но им все-таки будет не хватать почти 90 000 долл. до той суммы, которая необходима к моменту выхода на пенсию, и, следовательно, им придется либо снижать уровень жизни, либо начинать использовать капитал раньше, чем ожидалось. Аналогичные результаты будут получены, если они не смогут откладывать каждый год необходимую сумму. Например, если они смогут сберегать самое большее 1200 долл. в год (но все еще получая 10% доходности на инвестиции), то денежный взнос Слоанов составит только 197 389 долл.

* Имеются в виду номинальные цены и номинальные доходы, включающие инфляционную составляющую. При этом фактор коррекции на инфляцию рассчитывался по методу сложных процентов для учета текущего инфляционного роста прежних доходов. Если инфляция растет на 5% ежегодно, то номинальная сумма доходов (расходов) через два года будет больше суммы доходов (расходов) базового периода (нулевого года) в (1+0,05)(1+0,05), или $(1+0,05)^2$, раз. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 4.5 Финансирование первых трех лет жизни Слоанов на пенсии

	Годы		
	1-й (в долл.)	2-й (в долл.)	3-й (в долл.)
Расходы*	121 016	127 067	133 420
Доходы			
Социальное обеспечение*	51 864	54 457	57 180
Система пенсионного обеспечения работодателя	40 201	40 201	40 201
Дополнительный доход	28 951	28 951	28 605
Общий доход	121 016	123 609	125 986
Дефицит бюджета	0	3458	7434
Пенсионные активы на конец года	289 510	286 052	278 618

* Для 2-го и 3-го годов предполагаются темпы роста в 5%.

Действительно, мы немного упростили пенсионный план Слоанов, ибо существуют другие сложности, которые необходимо учитывать. Первое упрощение — игнорирование того, что инфляция, вероятно, будет иметь место и после их выхода на пенсию. Хотя доходы по социальному обеспечению, очевидно, будут продолжать расти темпами, примерно соответствующими ежегодному темпу инфляции, пособия, получаемые по системе пенсионного обеспечения работодателя Роя, и доходы от инвестиций не будут расти этим темпом. Это означает, что каждый пенсионный год потребовал бы постепенного использования и, следовательно, уменьшения активов для поддержания привычного уровня жизни. В табл. 4.5 показан этот процесс для первых трех лет. Но вопрос заключается в том, как долго эти активы просуществуют, если они постоянно уменьшаются. Естественно, никто не сможет ответить на этот вопрос до тех пор, пока не будет сделана оценка того, как долго Рой и Сью проживут с момента выхода на пенсию. Следовательно, планирование пенсионного дохода — непростое дело. В ситуации Слоанов 289 510 долл., вероятно, было бы достаточно для пенсионных лет, но их состояние с течением времени будет уменьшаться. Для обеспечения защиты против такого типа неопределенности Слоаны могли бы увеличить размер ежегодных пенсионных взносов до 2000 или 2500 долл. Второе упрощение в примере со Слоанами — это игнорирование влияния федеральных подоходных налогов. По существующему закону о социальном обеспечении (рассматриваемому ниже) часть их дохода из этого источника может облагаться налогом. В зависимости от того, как структурирована система пенсионного обеспечения Роя, часть или весь их пенсионный доход может также облагаться налогом. И, по всей вероятности, весь их инвестиционный доход будет облагаться налогом. При прочих равных условиях, но с учетом налогов получается, что требующийся дополнительный доход должен быть больше, чем 9000 долл. в год, а пенсионные активы должны быть больше 289 510 долл.

Пенсионные программы

Существуют три основных источника пенсионного дохода: 1) социальное обеспечение; 2) пенсионные программы, финансируемые работодателем (основные и дополнительные); 3) индивидуальные, осуществляемые самостоятельно пенсионные программы, в частности планы Кеога и индивидуальные пенсионные счета *(IRAs)*. Хотя большинство людей все еще полагаются на социальное обеспечение и программы, финансируемые работодателем, которые обеспечивают бо́льшую часть их пенсионного дохода, существуют другие доступные, имеющие преимущества в налогообложении программы, реализуемые самими заинтересованными лицами. Такие программы особенно важны для обучающихся инвестированию, поскольку они должны быть разработаны и управляться самостоятельно. Ниже мы рассмотрим все три пенсионные программы, но акцентируем внимание на самоуправляемых программах.

Социальное обеспечение

Социальное обеспечение — *это программа доходов федерального правительства для лиц, ушедших на пенсию или нетрудоспособных, вклад в которую индивиды вносят на протяжении всего времени работы; размеры пособий и условия их выплаты устанавливаются законом.*

Фактически все американцы находятся под защитой **системы социального обеспечения**. Согласно недавно принятым Конгрессом изменениям в законе, если доход конкретного лица в 1989 г. составлял 20 000 долл., налог на цели социального обеспечения с заработной платы ежегодно будет составлять 1502 долл.; максимальная сумма, которую придется уплатить на эти цели, составляет 3605 долл. в год. Те, кто ушел на пенсию в 1988 г. в возрасте 65 лет и кто получал максимальную сумму заработка, используемую при определении пособия, получают около 840 долл. *ежемесячно* из фонда социального обеспечения. Если этот человек — женатый мужчина, то его жена может тоже получать пособие по социальному обеспечению, размер которого зависит от того, работала ли она и уплачивала ли взносы на социальное обеспечение. Минимальная сумма, которую она может получить, составляет половину от пособия мужа, так что их общее пособие по социальному обеспечению составит 1260 долл. в месяц. Однако действительная сумма получаемого пособия определяется по формуле, используемой Управлением по социальному обеспечению *(АСО)*. Эта формула настолько сложна, что *АСО* больше не публикует таблицы, учитывающие все ситуации. Более того, автоматическое повышение заработной платы при росте стоимости жизни также влияет на будущие пособия. Из-за сложности процесса определения размера пособия *АСО* в 1988 г. образовало компьютеризированную службу определения размера пособия. Используя эту программу, человек заполняет краткий вопросник (который можно получить, позвонив по телефону 1-800-937-2000) и посылает его в *АСО*, которое высылает ***ведомость о персональных доходах и оценку пособия,*** где перечисляются ожидаемые пособия по трем широко распространенным пенсионным сценариям. Однако современные пособия могут значительно измениться к моменту достижения пенсионного возраста, который в США будет удлинен с 65 до 66 лет к 2009 г. и до 67 к 2027 г.

Пособия по социальному обеспечению могут *облагаться подоходным налогом*. Пенсионер должен добавить половину своего пособия к скорректированному валовому доходу, и если эта общая сумма превышает 25 000 долл. для одного человека и 32 000 долл. совокупного дохода семейной пары, то половина пособия облагается налогом по определенной шкале. Более

того, пенсионер должен включить доход, не облагаемый налогом, в основную сумму. Таким образом, средний пенсионер, женатый, получавший заработную плату, может ожидать пособие по социальному обеспечению в размере между 40 и 60% своей заработной платы в год, предшествующий выходу на пенсию. (Если же доход гораздо выше среднего, как в случае с семьей Слоан, то эта доля будет меньше.) Ясно, что лица с более высокими доходами могут в меньшей степени рассчитывать на социальное обеспечение (особенно когда приходится учитывать возможные дополнительные налоги), в большей степени полагаясь на другие источники пенсионного дохода.

Программы, финансируемые работодателями: основные планы

Многие работодатели обеспечивают пенсионные программы как часть всеобщего коллективного договора с работниками. Такие программы широко распространены по ряду причин. Во-первых, бо́льшая часть пенсионеров находят пособие по социальному обеспечению недостаточным для поддержания привычного уровня жизни на пенсии. Во-вторых, осуществляемые работодателями взносы в большинстве случаев не подлежат обложению федеральным подоходным налогом и когда они удерживаются из заработной платы и первоначально инвестируются, и в случае реинвестирования полученных от них доходов. Если же индивид сам обеспечивает себе пенсионный фонд, то он не получает индивидуальных налоговых скидок, а может сделать это только из средств после налогообложения. Если с него взимают 28% налога, это значит, что вместо каждых 72 долл., которые он вкладывает в свой собственный пенсионный план, он мог бы инвестировать 100 долл. через программу работодателя. Такая разница, многократно суммированная за много лет, ведет к невероятно большому различию в общих суммах к моменту выхода на пенсию.

Программа, не предусматривающая взносов, — *это пенсионная программа, целиком финансируемая работодателем.*

Программа, предусматривающая взносы, — *это пенсионная программа, частично финансируемая работником, чьи периодические взносы составляют 3—10% его заработной платы.*

Принадлежащие по праву пособия — *это пособия, накопленные по пенсионной программе работодателя, ставшие неотъемлемым правом работника.*

Программы работодателя являются **не предусматривающими взносов**, если работодатель несет все расходы, и **предусматривающими взносы**, если работник участвует в этих расходах, которые обычно составляют от 3 до 10% его заработной платы. Хотя в настоящее время большинство пенсионных программ корпораций являются не предусматривающими взносов, все возрастающее их число становится программами, требующими взносов. Средства, аккумулируемые работодателями по пенсионной программе, в какой-то момент становятся неотъемлемым правом работника, а затем рассматриваются как **принадлежащие по праву**. До принятия Закона о пенсионном обеспечении работников *(ERISA)* от 1974 г. существовало значительное разнообразие в этой области и встречались случаи злоупотребления неотъемлемыми правами работников. Этот закон, модифицированный Законом о налоговой реформе от 1986 г., устанавливает требования для неотъемлемых прав таким образом, что полное закрепление прав должно иметь место только после 5—7 лет занятости в зависимости от того, какую из двух схем закрепления прав использует компания. Конечно, работодатели могут (и часто делают) укоротить периоды закрепления прав, предлагая, таким образом, более благоприятные условия закрепления прав.

Каждая пенсионная программа должна содержать объяснение того, как будут формироваться пенсионные пособия. Для этого используются два ос-

Программа с установленным пособием — *это пенсионная программа, в которой размер пособия находится в функциональной зависимости от уровня заработков и продолжительности службы.*

Программа с установленными взносами — *это пенсионная программа, в которой точно определены вклад работодателя и взнос работника, но не установлен размер пенсионного пособия.*

новных метода. **Программа с установленными пособиями** точно отражает, каким будет пенсионное пособие, с помощью формулы, которая включает параметры, зависящие от уровня заработков и продолжительности службы. По типичной программе может выплачиваться 1% среднего годового жалованья в последние три года службы за каждый проработанный год. Например, если средний заработок в год за последние три года службы составил 45 000 долл., а стаж равен 20 годам, то ежегодный пенсионный доход составил бы 9000 долл. (0,01 × 45 000 × 20). **Программа с установленными взносами** не показывает размера пенсионного дохода, но точно определяет суммы, которые вносят работник и работодатель. Действительный пенсионный доход в этом случае зависит от того, сколько средств накоплено к моменту выхода на пенсию. Очевидно, что сумма не может быть известна наверняка до срока выхода на пенсию. Программа заранее установленных взносов требует более тщательного подхода к планированию пенсионного дохода и управления совокупным инвестиционным портфелем, чем программа с установленными пособиями. (Как отмечалось ранее, эти пенсионные активы следовало бы рассматривать как часть общего портфеля.)

Программы, финансируемые работодателем: дополнительные планы

План 401(*k*) — *это пенсионная программа, которая позволяет работникам отвлекать долю жалованья на частично финансируемый компанией сберегательный счет, средства которого не облагаются налогом до выхода на пенсию.*

В дополнение к основному пенсионному плану многие работодатели предлагают дополнительные планы. Большинство фирм — от средних до крупных — приняли *план сокращения жалованья*, или так называемый **план 401(*k*)**. Несмотря на то что эти планы получили достаточное распространение с момента возникновения в 1978 г., изменения, внесенные Законом о налоговой реформе от 1986 г., значительно повлияли на финансовые возможности этих планов. (Хотя мы здесь сконцентрируем внимание на планах 401(*k*), аналогичные программы доступны и служащим общественных неприбыльных организаций; известные как планы 403(*b*), они предлагают многое из того, что и планы 401(*k*), в том числе "укрытие" от налогов.)

В основном план 401(*k*) дает работнику возможность перечислить долю своего жалованья на частично финансируемый компанией и защищенный от налогообложения сберегательный счет. Средства, размещенные на таком сберегательном плане, накапливаются, не становясь объектом налогообложения. Налоги с этих средств нужно будет в конечном счете уплатить, но не ранее, чем инвестор начнет постепенно использовать этот счет при выходе на пенсию, но тогда эти доходы будут облагаться налогом по более низкой ставке. В 1989 г. индивидуальный работник мог отложить максимум 7627 долл. (в зависимости от своего жалованья) по плану 401(*k*), но годовая допустимая сумма каждый год увеличивается, поскольку индексируется в соответствии с темпами инфляции. (Ограничения на взносы для планов 403(*b*) теперь установлены в размере максимум 9500 долл. в год, и эта сумма не будет индексироваться из-за инфляции, пока взносы по плану 401(*k*) не достигнут паритета с этими планами.) Однако средствами этих сберегательных счетов нельзя воспользоваться, пока работнику не исполнится 59,5 года или пока он не покинет компанию. Главное исключение из этого правила состоит в разрешении работникам снимать деньги со своих счетов без штрафов только в случае четко определенных обстоятельств.

Чтобы лучше понять, как работают программы, отодвигающие во времени уплату налогов, рассмотрим индивида, который зарабатывал, скажем, 45 000 долл. в 1989 г. и желал бы вложить максимально возможную сумму в 7627 долл. по плану 401 *(k)* по месту работы. Такой образ действий позволил бы уменьшить его облагаемый налогом доход до 37 373 долл. и сократить сумму уплачиваемых федеральных налогов почти на 2136 долл. (0,28 × × 7627). Такие налоговые сбережения компенсируют добрую часть его вклада по сберегательному плану 401 *(k)*, т.е. эта часть составит 28% его взноса. В результате он добавит 7627 долл. в свою пенсионную программу, внеся собственных денег только 5491 долл.; оставшаяся сумма — это заслуга Агентства по налогообложению *(IRS)*. Более того, все *поступления* на его сберегательный счет будут накапливаться также свободными от налогообложения. Привлекательная черта большинства планов 401 *(k)* заключается в том, что фирмы часто предлагают "подсластить пилюлю" с помощью "встречных программ", дополняя вклады работника (до установленного ограничения). В настоящее время около 85% компаний, предлагающих планы 401 *(k)*, применяют разные схемы дополнительных вкладов, часто добавляя 50 центов (или более) на каждый доллар взноса, сделанного самим работником. Такие встречные программы корпораций обеспечивают индивидам налоговые и сберегательные стимулы и, несомненно, повышают привлекательность планов 401 *(k)*.

Самоуправляемые пенсионные программы: планы Кеога

План Кеога — *это пенсионная программа, которая позволяет занятым собственным бизнесом лицам создавать пенсионные планы с отложенной уплатой налогов для себя и своих работников.*

Планы Кеога восходят к 1962 г., моменту, когда они были представлены как часть закона о пенсии для лиц, самостоятельно организующих свою занятость. Они позволяют занятым собственным бизнесом лицам устанавливать пенсионные программы с отложенной уплатой налогов для себя и своих работников, занятых у них по найму. Как и вклады по плану 401 *(k)*, взносы на счета Кеога могут рассматриваться как вычитание из облагаемого налогом дохода. В результате они сокращают сумму уплачиваемых налогов занятыми собственным бизнесом лицами. Максимальный размер вклада по этой пенсионной программе с отложенной уплатой налогов составляет наименьшую из двух величин: 30 000 долл. в год, или 20% заработанного дохода. Любое лицо, занятое собственным бизнесом полный день или часть его, имеет право открыть счет Кеога. Использовать программы Кеога могут не только бизнесмены или профессионалы, но и лица, которые, работая по найму полный день, в свободное от данной работы время самостоятельно ведут небольшой бизнес: например, инженер, предоставляющий консультационные услуги на стороне, или бухгалтер, заполняющий налоговые декларации вечерами или в выходные дни. Возьмем, например, инженера. Если он зарабатывает 10 000 долл. в год консультированием, которое занимает только часть его рабочего дня, то он может вложить 20% этого дохода (2000 долл.) на свой счет Кеога и таким образом сократить облагаемый налогом доход и сумму, уплачиваемую в качестве налогов. В то же время он вправе получать целиком пенсионное пособие по месту своей основной работы. Единственная хитрость счетов Кеога состоит в том, что данное физическое лицо должно быть занято самостоятельным бизнесом, т.е. доход (из которого осуществляются взносы на счет. — *Прим. науч. ред.*) должен представлять часть чи-

стой прибыли (после вычета всех затрат, кроме налогов и пенсионных взносов) лица, занятого собственным бизнесом.

Счета Кеога могут быть открыты в банках, страховых компаниях, брокерских компаниях, взаимных фондах и других финансовых институтах. Ежегодные взносы следует делать во время заполнения соответствующих налоговых деклараций или к 15 апреля следующего календарного года. Несмотря на то что финансовый институт, в котором открыт счет, действует как хранитель всех средств на счетах Кеога, *действительные вложения на счете находятся под полным управлением индивидуального вкладчика.* В отличие от программ 401 *(k)* эти пенсионные программы являются самоуправляемыми, и, следовательно, *индивид* сам решает, какие инвестиции осуществлять (подчиняясь нескольким основным ограничениям). Доход, полученный от инвестиций, должен возвращаться на счет, и он также освобожден от налогообложения в процессе его накопления. Все взносы и инвестиционные поступления на счет Кеога должны оставаться на нем до тех пор, пока индивиду не исполнится 59,5 года, если только он не заболеет или не станет нетрудоспособным. Однако инвестору *не следует* начинать расходовать средства в 59,5 года, лучше, если они останутся на счете и будут продолжать накапливать не облагаемый налогом доход, пока ему не исполнится 70,5 года, когда у него будет еще 10 лет, чтобы использовать средства счета. Действительно, пока продолжает поступать доход от собственного дела, лицо может продолжать делать взносы с отложенной уплатой налогов на счет Кеога до максимального возраста 70,5 года. Конечно, раз индивид начинает изымать средства со счета Кеога (в момент, когда ему исполняется 59,5 года, или после), все такие изъятия трактуются как активный доход и подпадают под уплату обычных подоходных налогов. Так что налоги на все взносы на счет Кеога и доходы, заработанные на этой основе, в конце концов, должны быть уплачены, что является особенностью любой программы с *отложенной* уплатой налогов (в противоположность *свободной* от налогообложения). (Обратите внимание: программа, во многих отношениях аналогичная счету Кеога, называется *Упрощенная пенсионная программа (SEP—IRA).* Она нацелена на лиц, имеющих небольшое собственное дело, особенно на тех, у кого *нет работников,* кто хотел бы осуществлять такую программу, которую просто начать и которой легко управлять. Упрощенные пенсионные программы *могут быть использованы вместо программ Кеога,* и хотя они проще в управлении и имеют тот же ежегодный размер взносов (30 000 долл.), их *ограничения на величину* взноса более жестки: инвестор может вносить только 15% полученного дохода против 20% в программе Кеога.)

Индивидуальный пенсионный счет (ИПС) — *это самоуправляемая, с отложенной уплатой налогов пенсионная программа, в которую занятые получающие доход лица могут вкладывать средства ежегодно в размере до 2000 долл. для одного лица и до 2250 долл. для лица, имеющего неработающего супруга; возможность снижения налогооблагаемого дохода на сумму взноса зависит от участия инвестора в пенсионной программе работодателя и от величины скорректированного валового дохода.*

Самоуправляемые пенсионные программы: индивидуальные пенсионные счета (IRAs)

Некоторые люди ошибочно полагают, что индивидуальный пенсионный счет (ИПС) — это специализированный вид инвестирования. Это не так. **Индивидуальный пенсионный счет** — это фактически то же самое, что и любой другой инвестиционный счет, который индивид открывает в банке, ссудосберегательной ассоциации, кредитном союзе, у биржевого брокера, во взаимном фонде или страховой компании, за исключением того, что это пенсионная программа с отложенной уплатой налогов, доступная любому лицу, работающему и получающему доход. Форма, которая заполняется при

открытии счета, обозначает его как ИПС и устанавливает конкретный финансовый институт в качестве его попечителя. Максимальный ежегодный вклад на такой счет для одного лица составляет 2000 долл.; для лица с неработающим супругом — 2250 долл. Если оба супруга работают, каждый может вложить до 2000 долл. на свой ИПС. Закон о налоговой реформе от 1986 г. установил ограничения на использование средств этого счета в целях снижения налогооблагаемого дохода. В частности, чтобы использовать ежегодные вклады на ИПС в этих целях, необходимо выполнять *одно* из двух следующих условий: 1) ни инвестор, ни его супруг (если заполняется совместная ведомость о налогооблагаемых доходах) не должны быть охвачены пенсионной программой, финансируемой компанией; 2) скорректированный валовой доход не должен превышать 40 000 долл. (для супружеских пар) или 25 000 долл. (для одиноких людей). Иначе говоря, это означает, что вклады на ИПС ***были бы квалифицированы*** как снижающие налогооблагаемый доход, если бы инвестор был охвачен финансируемой компанией пенсионной программой, но его скорректированный валовой доход оказался ниже установленных размеров (40 000 долл. для лиц, совместно заполняющих ведомость, и 25 000 — для одиночек) или если инвестор (или его супруг) не был охвачен финансируемой компанией пенсионной программой вне зависимости от того, каким был его скорректированный валовой доход. (Обратите внимание: потолок максимального уровня дохода таков, что люди со скорректированным валовым доходом от 40 000 до 50 000 долл. (или соответственно от 25 000 до 35 000 долл.), охваченные пенсионными программами работодателя, все еще имеют право на использование части взносов на счет для снижения налогооблагаемого дохода.) Если вклады квалифицируются как уменьшающие налогооблагаемые доходы (при выполнении отмеченных выше условий), то размер вклада на ИПС вносится в налоговую декларацию как сумма, вычитаемая из облагаемого налогом дохода, что приводит к уменьшению размера налогов, которые нужно будет уплатить. Даже если инвестор не подпадает под условия, позволяющие использовать этот счет для снижения налоговых выплат, он все еще имеет право *вкладывать средства максимум до 2000 долл. в год* на счет ИПС; главное отличие состоит в том, что такие не подлежащие вычету из налогооблагаемых доходов вклады должны осуществляться из дохода *после* налогообложения. Как в случае программ Кеога и 401(*k*), уплата налога на все *поступления* со счетов ИПС откладывается, пока инвестор не начнет расходовать средства, и это требование сохраняется независимо от размера его дохода или от того, охвачен ли он пенсионной программой по месту работы.

Даже если вклады на ИПС не квалифицируются как защищающие от налогов, *инвестор еще может осуществлять ежегодные вложения из личных средств, оставшихся после уплаты налогов, а полученные доходы от инвестиций на этих счетах защищены от налогов в той степени, в какой они могут накапливаться свободными от налогообложения.* Инвестор может внести на индивидуальный пенсионный счет столько, сколько считает нужным в пределах установленного ограничения, при этом не существует ограничений на долю дохода, инвестируемого на счет. Если получен доход, скажем, в 1800 долл., то инвестор имеет право *весь* его вложить на ИПС. Эти счета — *самоуправляемые,* т.е. инвестор свободен в определенных пределах принимать любые инвестиционные решения по отношению к капиталу, который образовался на счете. Однако его инвестиционные права ограничены видами

ТАБЛИЦА 4.6 Накопление средств от первоначального вложения в 1000 долл. на ИПС и на счетах, полностью облагаемых налогом (не ИПС)*

Годы держания	ИПС (долл.)	Иные формы (долл.)
1	1,080	762
5	6,335	4,272
10	15,645	9,926
15	29,323	17,405
20	49,421	27,359
25	78,951	40,471
30	122,341	57,821
35	186,097	80,778
40	279,774	111,153
45	417,417	159,502

* Вклады и доходы в иных формах облагаются налогом в 28% и свободны от налогообложения на ИПС; в обоих случаях предполагается норма доходности 8%.

"продукции", предлагаемой конкурирующими финансовыми институтами. Банки и сберегательные организации оказывают поддержку своим инструментам сбережения, страховые компании осуществляют свои программы выплат, а брокерские компании предлагают все, что угодно, — от взаимных фондов до акций, облигаций и аннуитетов. ИПС — самые простые и наиболее гибкие из всех самоуправляемых пенсионных программ с точки зрения начала деятельности и ее продолжения, но по ним существуют ограничения на изъятие средств. За исключением случаев серьезной болезни, любые изъятия с таких счетов до 59,5 года подвергаются 10%-му штрафу, который прибавляется к ставке налога на изымаемые суммы.

Имейте в виду, что ИПС наряду со всеми другими пенсионными программами, допускающими вклады из доходов до расчетов по налогам, *откладывают*, но *не отменяют* уплату налогов. Когда вы получаете доход (все взносы в программу и поступления от инвестиций), находясь на пенсии, он облагается налогом по тем ставкам, которые существуют в данный момент. Но даже в таком случае влияние отложенной уплаты налогов существенно. Как показано в табл. 4.6, после 25 лет накапливаемые на ИПС средства примерно в два раза выше, чем в других формах; через 45 лет эти средства почти в 2,6 раза больше (417 417 долл. против 159 502 долл.). В этом примере использовано допущение о том, что из заработанного дохода ежегодно инвестируется 1000 долл. Если выбран ИПС, инвестор защищает от налогов и первоначальную сумму в 1000 долл., и последующие поступления от нее, так что к концу первого года он накопит 1080 долл. Если же он выберет такой же инструмент инвестирования, но не через ИПС, то сначала должен будет заплатить 280 долл. налогов (ставка налога 28%), оставляя только 720 долл. для инвестирования; последующие поступления в 58 долл. (0,08 × 720 долл.) также облагаются 28%-м налогом, оставляя доход после налогообло-

жения только в размере 42 долл. (58 – 0,28 × 58 долл. = 58 – 16 = 42 долл.). Так что накопления первого года составят 762 долл.

До открытия ИПС обязательно следует узнать все условия его функционирования. Некоторые из наиболее важных указаны ниже.

- Не обязательно нужно использовать один и тот же ИПС каждый год, можно иметь столько ИПС, сколько требуется.
- Можно переключаться с одного счета ИПС на другой либо при помощи попечителя, который осуществит перевод, либо изымая средства самостоятельно и размещая их на новом счете, отвечающем определенным требованиям.
- По достижении 59,5 года можно изъять средства любым способом, в том числе и в виде единовременного изъятия всей суммы, хотя это не практично с точки зрения налогообложения.
- Лучше начинать изъятия *после* 70,5 года.
- Нельзя брать взаймы деньги с ИПС или под него.

Если вы относитесь к категории инвесторов, выполняющих условия, при которых взносы в ИПС ведут к снижению налогооблагаемого дохода, вам следовало бы самым внимательным образом рассмотреть возможность внесения максимально допустимой суммы.

Финансирование программ Кеога и ИПС

Как и при любом инвестировании, индивид может быть консервативен или энергичен в выборе ценных бумаг для программ Кеога или ИПС, хотя природа этих пенсионных программ в общем отвечает более консервативному подходу. Действительно рациональный подход заключается в инвестировании средств из этих программ (Кеога и ИПС) в *активы, приносящие текущий доход*; это означает, что если вы рассчитываете на прирост капитала, лучше заниматься этим *за пределами* пенсионных счетов. На это существуют две причины: 1) ценные бумаги, рассчитанные на рост, по своей сути *более рискованные*; 2) инвестор не имеет права списывать убытки от продажи ценных бумаг, в которые были инвестированы средства со счетов Кеога и ИПС (т.е. вычитать убытки из налогооблагаемого дохода, что привело бы к экономии сумм налогооблагаемых выплат. — *Прим. науч. ред.*). Это вовсе *не* означает, что решение о размещении средств, аккумулируемых на пенсионных счетах, в высоконадежные акции быстрорастущих компаний или взаимных фондов будет неверным. Напротив, многие консультанты утверждают, что такие ориентированные на рост инвестиции должны *всегда* использоваться как инструмент инвестирования средств с пенсионных счетов. Такие инвестиции могут приносить изрядное вознаграждение, поскольку они могут наращиваться, оставаясь целиком свободными от налогообложения. Однако, в конце концов, *намного большее значение имеет то, какая сумма на вашем пенсионном счете, чем то, каким образом вы получили эти средства.*

Хотя прямо запрещены лишь несколько инструментов инвестирования, среди них существуют такие, которых следовало бы избегать просто потому, что они не подходят для пенсионных счетов (например, не облагаемые налогом муниципальные ценные бумаги, поскольку защита от налогов, обеспечи-

ваемая программами Кеога или ИПС, для них излишняя, так как доход по этим облигациям в любом случае не облагается налогом). В дополнение к большинству долгосрочных ценных бумаг счета денежного рынка — как депозитные, так и взаимные фонды — столь же привлекательны для инвесторов, имеющих счета по плану Кеога и ИПС, особенно для тех, кто рассматривает краткосрочные ценные бумаги как один из способов извлечения выигрыша из неустойчивости рыночных ставок. Неудивительно, если по мере того, как счет будет расти, инвестор станет чаще использовать больше одного вида ценных бумаг в целях диверсификации портфеля. Напомним, что хотя планы Кеога и ИПС предлагают привлекательные стимулы защиты от налогов, они ни в коей мере не влияют на риск, связанный с теми ценными бумагами, в которые размещены средства этих счетов. Также независимо от того, какие виды инструментов инвестирования используются, деньги, однажды помещенные на счет Кеога или ИПС, останутся там надолго.

Большинство счетов ИПС открывались первоначально банками и другими сберегательными учреждениями. Позднее инвесторы начали обращаться к брокерским фирмам, страховым компаниям и взаимным фондам как к организаторам инвестиций в ИПС. Поэтому существует большое разнообразие в платежах, взимаемых каждым из этих институтов за открытие счета и управление им. Самыми дорогими являются услуги брокерских фирм, первоначальный сбор у которых нередко достигает 25—50 долл., а ежегодные сборы также довольно высоки. Аналогичные услуги банков, сберегательных институтов и взаимных фондов обычно дешевле. До того как открыть счет, во что бы то ни стало осведомитесь о том, каковы будут затраты.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Виды осуществляемых инвестиций обусловливаются инвестиционными целями. Наиболее распространенные инвестиционные цели: 1) увеличение текущего дохода; 2) накопление средств для крупных расходов; 3) накопление средств на пенсионный период; 4) "укрытие" дохода от налогов.

- Обеспечение адекватного страхования жизни — важная предпосылка инвестиционного планирования. Страхование жизни, обеспечивающее финансовую защиту на случай преждевременной смерти, может быть осуществлено в любой из четырех основных форм: страхование жизни на определенный срок, пожизненное и универсальное страхование, страхование жизни с переменной страховой суммой. Существуют различные способы оценки потребностей в страховании жизни и получения наилучшей формы страхового "покрытия".

- Количественное определение инвестиционных целей начинается с постановки долгосрочных финансовых задач, включающих и пенсионные. Программа достижения целей должна в первую очередь учитывать любые известные выгоды (пособия), так же как и все доступные источники финансирования. Выбор объектов инвестирования зависит и от состояния экономических циклов, и от стадии жизненного цикла самого инвестора.

- При выработке инвестиционной программы должны учитываться налоговые последствия различных видов инвестирования и выбранной стратегии. Доход индивида может быть классифицирован как активный (заработанный), портфельный (инвестиционный) или пассивный; независимо от его классификации доход может быть обыкновенным или в виде прироста капитала (оба облагаются налогом по одной и той же ставке). С точки зрения индивидуального инвестора, основные налоговые параметры, которые необходимо учитывать, — это обыкновенный доход, прирост капитала (курсовой доход) или убытки, формы защиты от налогов и налоговое планирование.

- Инвестиционные цели и программы должны обеспечивать адекватную ликвидность, которая может быть достигнута в результате владения набором краткосрочных ценных бумаг. В дополнение к обеспечению ликвидности такие инструменты приносят проценты, которые подчас выше, чем проценты на долгосрочные ценные бумаги.

- Краткосрочные инвестиции могут приносить проценты одним из двух способов: либо они продаются с дисконтом, либо проценты выплачиваются по установленной ставке. Они подвержены незначительному риску; главный риск проистекает из потенциальной потери покупательной способности.

- Бо́льшая часть сбережений и краткосрочного инвестирования осуществляется при помощи: сберегательных счетов с расчетной книжкой; счетов НАУ; депозитных счетов денежного рынка и взаимных фондов денежного рынка; управляемых счетов; депозитных сертификатов; коммерческих бумаг; векселей Казначейства США; сберегательных облигаций серии *ЕЕ*. Пригодность любого из перечисленных объектов для индивидуального инвестора зависит от его отношения к доступности, надежности, ликвидности и доходности.

- Пенсионное планирование (планирование на случай выхода на пенсию) следовало бы начинать как можно раньше как часть всеохватывающей инвестиционной программы. Пенсионная стратегия включает анализ потребностей на пенсионный период, оценку необходимого пенсионного дохода для удовлетворения этих потребностей и инвестирование для обеспечения необходимых средств в дополнение к существующим государственным пособиям и программам работодателя.

- Социальное обеспечение — краеугольный камень большинства пенсионных программ. Пенсионные программы, финансируемые работодателем, включают: 1) основные программы, предоставляемые большинством работодателей; 2) дополнительные программы, например планы 401*(k)*, позволяющие работникам сокращать свою заработную плату в пользу дополнительных пенсионных взносов.

- План Кеога — самоуправляемая пенсионная программа, доступная имеющим собственное дело лицам. Индивидуальный пенсионный счет (ИПС), напротив, самоуправляемая пенсионная программа, доступная большинству людей. Как план Кеога, так и ИПС просто открыть; ими также легко управлять, они обеспечивают накопление доходов с отложенным налогообложением (и, вероятно, с вкладами, снижающими на-

логооблагаемые доходы), и их средства могут быть помещены почти в любой инструмент инвестирования.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Что такое инвестиционные цели? Кратко опишите каждую из следующих инвестиционных целей, на которые часто ссылаются:

   а) увеличение текущего дохода;
   б) сбережение для крупных расходов;
   в) накопление средств на пенсионный период;
   г) "укрытие" доходов от налогообложения.

2. Определите, что такое страхование, и объясните основные характеристики страхуемого риска.

3. Кратко определите следующие основные типы страхования жизни и выявите разницу между ними. Опишите основные мотивы, которые обусловили бы выбор типа страхования:

   а) страхование жизни на определенный срок;
   б) пожизненное страхование;
   в) универсальное страхование жизни;
   г) страхование жизни с переменной суммой.

4. Объясните, почему страхование жизни на определенный срок и универсальное страхование являются, скорее всего, наилучшими формами удовлетворения потребности в страховании жизни.

5. Объясните, как следовало бы поступить при подготовке инвестиционного плана, обеспечивающего достижение данной инвестиционной цели. Непременно объясните, почему существующие инвестиции или пенсионные пособия и текущие, доступные для вложения, остатки по счетам могут быть важными факторами при оценке суммы ежегодного дохода, который должен быть инвестирован для достижения цели. Какую роль играет наблюдение за инвестиционным планом в общей программе инвестирования?

6. Опишите четыре стадии экономического цикла и обсудите влияние этого цикла на каждую из следующих форм инвестирования:

   а) акции;
   б) облигации;
   в) инвестиции в материальные активы.

7. Опишите различия в подходах к инвестициям, обычно наблюдаемые на каждой из следующих стадий в жизни инвестора:

   а) молодость (20—45 лет);
   б) средний возраст (45—60 лет);
   в) пенсионный возраст (60 лет и более).

8. Покажите, в чем состоят различия между федеральными подоходными налогами и следующими формами дохода:

   а) активный (заработанный) доход;
   б) портфельный (инвестиционный) и пассивный доход;
   в) прирост капитала (курсовые доходы);
   г) капитальный убыток:
   на фиктивной продаже;
   на налоговом свопе.

9. Кратко определите роль инструментов, защищающих от налогов, и налогового планирования в некой инвестиционной программе.

10. Что делает актив ликвидным? Почему вам хотелось бы владеть ликвидными активами? Будут ли 100 акций *IBM* рассматриваться в качестве ликвидных инвестиций? Объясните.

11. Предположим, вы можете купить *T*-вексель сроком на 90 дней со стоимостью погашения 10 000 долл. за 9500 долл.; подсчитайте годовую норму доходности от такого вложения средств, предполагая, что вы не продадите вексель до окончания срока его действия.

12. Поясните, как связаны свойства краткосрочных инвестиционных инструментов с их покупательной способностью и риском неплатежеспособности.

13. Закончите следующую таблицу для перечисленных краткосрочных инвестиций. Вам нужно сделать предположения относительно их доходности.

Инвестиции	Обеспечение	Доходность	Минимальное сальдо	Метод и легкость изъятия средств
Сберегательные счета с расчетной книжкой	Да	4,0%	Нет	Персонально или через кассовые автоматы; очень легко
Счета НАУ				Неограниченные возможности выписки чеков
Депозитные счета денежного рынка				
Взаимные фонды денежного рынка				
Управляемый счет				
Депозитный сертификат				
Коммерческие бумаги				
Вексель Казначейства США		8,5%		
Сберегательные облигации серии *EE*			Фактически нет	

14. Пенсионная программа — это часть всеохватывающей инвестиционной программы или нечто другое? Объясните, почему важно начать планирование на пенсионный период в начале вашей карьеры.

15. Объясните влияние инфляции на пенсионную программу. (Рассмотрите не только пенсионные доходы, но и расходы.)

16. Опишите и обсудите шаги, которые надо предпринять для координации будущих потребностей и дохода с целью разработки пенсионной программы. Объясните, как учитываются в этом процессе существующие пенсионные программы.

17. Опишите основные черты пенсионного пособия по социальному обеспечению. Какую примерно долю от предпенсионной заработной платы составит этот вид пособия для среднего работника?

18. Покажите различия между программой с заранее установленным пособием и программой с установленными взносами; покажите, как можно определить величину пенсионного пособия в случае типичной программы с установленным пособием.

19. Что такое план 401(*k*)? Как он мог бы выступать в качестве дополнительной пенсионной программы?

20. Кратко опишите планы Кеога и ИПС, сравните их относительные преимущества и недостатки. Какие инструменты могли бы подойти для инвестирования средств этих планов? Приведите ваши аргументы.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

4.1 Дилемма Чангов: как делать сбережения

Аллен и Линда Чанг недавно поженились. Оба только начали профессиональную карьеру и зарабатывают приблизительно по 25 000 долл. в год до налогообложения. (Их совокупный *валовой* доход 50 000 долл. в год облагается налогом по ставке 28%.) Несмотря на свой доход, Ал и Линда еще не накопили достаточного количества инвестиционных активов. Их стоимость нетто (стоимость активов за вычетом всех обязательств. — *Прим. науч. ред.*) — около 15 000 долл., и бо́льшая его часть — это разница между рыночной стоимостью двух их автомобилей (14 000 долл.) и не погашенной до конца ссудой (5000 долл.). У них приблизительно 1100 долл. на сберегательном счете с расчетной книжкой, а средний остаток на чековом счете (обычном текущем счете, а не счете НАУ) — около 800 долл. Кроме задолженности по ссуде на автомобили, у Чангов фактически нет долгов, за исключением 100 долл. неоплаченного кредита за услуги по счету. И Ал, и Линда располагают очень хорошими пенсионными программами по месту своей работы.

Недавно Ал и Линда поставили себе цель попытаться сберегать 7000 долл. в год в последующие пять—восемь лет, и теперь они должны решить, как инвестировать сбережения, которые начали накапливать. Ал считает, что бо́льшую часть денег, если не все, следовало бы поместить в спекулятивные акции быстрорастущих компаний. Он объясняет, что сейчас самое время рискнуть и они могут как выиграть, так и проиграть. Линда не вполне согласна с этим мнением по одной причине. Она обеспокоена тем, насколько низкими будут их ликвидные резервы; несчастный случай или временное увольнение может опустошить их бюджет, не говоря уже о том, что это может заставить их продать одну из машин для уплаты ссуды на них. Кроме того, Линда не считает, что они в настоящее время успешно управляют своими ликвидными активами. Они очень часто накапливают слишком большой остаток на их чековом счете. Поскольку они очень заняты своей работой, то не имеют времени для частого посещения банка. Линда считает, что все их дополнительные сбережения следовало бы поместить в 36-месячные депозитные сертификаты (ДС); лучше бы даже было снять 1100 долл. со сберегательного счета с расчетной книжкой и поместить их на ДС. Ал считает, что Линда слишком беспокоится о катастрофах, которые, возможно, никогда не случатся. Он согласен с тем, что они плохо управляют своей наличностью, но будь его воля — их чековый счет никогда бы не возрастал до такой величины, поскольку он систематически покупал бы акции взаимных фондов, инвестирующих в небольшие высокотехнологичные фирмы.

Вопросы

1. Как вы думаете, имеют ли Чанги достаточные ликвидные активы? Объясните вашу точку зрения.

2. Уточните план обеспечения ликвидности для Чангов, делая акцент на то, сколько, по вашему мнению, следовало бы инвестировать в краткосрочные счета или ценные бумаги и какие именно бумаги им следовало бы использовать.
3. Чанги подпадают под налогообложение по высокой ставке (28%); как вы думаете, не лучше ли было бы для них сделать ИПС частью их плана сбережений? Объясните.

4.2 Подготовка инвестиционного проекта Кэролин Боумен

Кэролин Боумен, которой недавно исполнилось 55 лет, вдова, недавно нанялась в качестве секретаря в приемную корпорации "Экскон", где она работала последние 20 лет. Она в добром здравии, живет одна, у нее двое взрослых детей. Несколько месяцев назад ее муж-алкоголик умер от болезни печени. Когда-то преуспевающий автомобильный дилер, муж Кэролин оставил ей только их дом и 30 000 долл. по полису страхования жизни. После уплаты расходов на лечение и похороны от страховки осталось 20 000 долл. В дополнение к этому у Кэролин есть 15 000 долл. на сберегательном счете, который она тайком накапливала последние 10 лет. Понимая, что через 10 лет она уйдет на пенсию, Кэролин желает использовать свои ограниченные ресурсы для разработки инвестиционной программы, которая позволит ей жить комфортно на пенсии.

Кэролин весьма суеверна. После консультаций с рядом лиц, обладающих телепатическими способностями, и изучив свою родословную, она утвердилась во мнении, что не проживет больше 80 лет. Она планирует уйти на пенсию в 62 или в 65 лет в зависимости от того, когда ей удастся лучше добиться долговременных финансовых целей. После разговоров со знающими людьми, включая, конечно, телепатов, Кэролин считает, что, для того чтобы жить комфортно, ей потребуется, когда она уйдет на пенсию, 20 000 долл. до налогообложения в год. Такая сумма будет необходима ежегодно в течение 18 лет, если она уйдет на пенсию в 62 года, или 15 лет, если это произойдет в 65 лет. Как часть своих финансовых проектов Кэролин намеревается продать свой дом, выйдя на пенсию, и снять квартиру. Она оценила, что получит чистыми 37 000 долл., если продаст дом в 62 года, и 41 000 долл., если продаст его в 65 лет. У Кэролин нет лиц, находящихся на ее содержании, и она не беспокоится о том, чтобы оставить состояние для наследников.

Если Кэролин уйдет на пенсию в 62 года, она будет получать пособия по социальному обеспечению и через пенсионную программу, финансируемую работодателем, в общей сумме 604 долл. в месяц (7248 долл. ежегодно); если же она подождет с уходом на пенсию до 65 лет, ее общий пенсионный доход может составить 750 долл. в месяц (9000 долл. ежегодно). Кэролин уже решила, что, для того чтобы перевести все ее активы в момент ухода на пенсию в поток ежегодного дохода, она купит контракт, по которому лицо обретает право на регулярно поступающие суммы (аннуитеты), уплатив разовый взнос. Этот контракт будет иметь силу до ее 80-летия. Поскольку Кэролин не знает точно, когда уйдет на пенсию, она получила от своего страхового агента следующие коэффициенты, чтобы оценить уровень ежегодного пособия по контракту при данной цене покупки.

Срок контракта	Фактор наращения
15 лет	11,118
18 лет	12,659

Разделив на фактор наращения цену покупки, можно определить годовое пособие по контракту. Кэролин планирует разместить любые доступные средства на сберегательном счете, по которому начисляются сложные проценты по ставке 6% в год, до ухода на пенсию. Она не ожидает, что будет в состоянии сберегать или инвестировать дополнительные средства в оставшееся до пенсии время. Чтобы подсчитать будущую стоимость ее сбережений, ей потребуется умножить количество доступных в данный момент денег на один из следующих коэффициентов в зависимости от пенсионного возраста.

Пенсионный возраст (лет)	Время, оставшееся до пенсии (лет)	Фактор сложного процента
62	7	1,504
65	10	1,791

Вопросы

1. Разместив доступные в настоящий момент средства на сберегательном счете, определите сумму денег, которой будет располагать Кэролин по выходе на пенсию, когда она продаст свой дом, если выйдет на пенсию: а) в 62 года; б) в 65 лет.
2. Используя результаты из предыдущего вопроса и факторы сложного процента, данные выше, определите уровень ежегодного дохода, которым будет обеспечена Кэролин в результате покупки контракта: а) в 62 года; б) в 65 лет.
3. Используя полученные результаты из предыдущих вопросов, определите общий ежегодный пенсионный доход Кэролин, если она выйдет на пенсию: а) в 62 года; б) в 65 лет.
4. Исходя из полученных вами результатов, как вы думаете, сможет ли Кэролин достичь своей долгосрочной финансовой цели, выйдя на пенсию: а) в 62 года; б) в 65 лет? Объясните.
5. Дайте сравнительную оценку инвестиционной программы Кэролин, сосредоточенной на использовании ею сберегательного счета и контракта на право получения ежегодно поступающих сумм (аннуитетов), по отношению к другим вариантам программы с другими инструментами инвестирования. Прокомментируйте характеристики риска и доходности в ее программе. Какие рекомендации вы могли бы дать Кэролин? Приведите аргументы.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Boroson, Warren. "The Myths and Facts About Money Market Funds". *Sylvia Porter's Personal Finance,* March 1988, pp. 68—75.

Dentzer, Susan. "Social Security's Big Fix". *U.S. News & Report.* December 26. 1988/January 2, 1989, pp. 27—30.

Kosnott, Jeff. "Taking the Plunge: How to Start Investing". *Changing Times,* April 1987, pp. 22—28.

Pratt, James W., Jane O. Burns, and William N. Kulsrud. *Federal Taxation,* annual edition. Homewood. IL: annual.

Rejda, George E. *Principles of Insurance,* 3rd edition. Glenview, IL: Scott, Foresman & Co., 1989.

Schurenberg, Eric. "Firm Footing for Your Retirement". *Money,* January 1988, pp. 102—111.

Smith, Marguerite T. "Why You Might Go For a Cash-Value Policy". *Money,* December 1988, pp. 153—161.

Towle, Lisa H. "Lining Up a First-Rate Preparer". *Money,* January 1989, pp. 64—65.

Willis, Clint. "Retiring Soonest with the Mostest". *Money,* November 1988, pp. 78—87.

White, James A. "Be Your Own Pension Manager?" *The Wall Street Journal,* January 16, 1989, p. C1,ff.

Глава 5
Измерение инвестиционного дохода и риска

Изучив эту главу, вы сможете:

- Понять концепцию, составные части и роль инвестиционного дохода, а также сил, воздействующих на уровень дохода, получаемого инвестором.
- Освоить концепцию стоимости денег во времени и технику вычислений будущей стоимости различных видов движения денежных потоков.
- Понять концепцию приведенной стоимости, способы ее вычисления и использования приведенной стоимости для определения привлекательных инвестиций.
- Рассчитывать и применять показатели доходности за период владения активом, полной доходности (внутренней ставки окупаемости), приблизительной доходности.
- Понять концепцию риска и доходности и главные источники риска.
- Понять, как определяется фактор "бета", и усвоить модель оценки доходности активов *(CAPM)*, их роль для оценки параметров риска и доходности альтернативных инструментов инвестирования.

Большинство людей, приобретая товары и услуги, заранее представляют себе понятие ценности, которое они используют при принятии решения о покупке той или иной вещи. За относительно недорогие товары и услуги люди будут платить "обозначенную", или "котировочную", цену; при покупке более дорогих товаров соображения ценности и цены становятся более важными. Ценность товара или услуги для индивидов значительно зависит от того удовлетворения, которое они желают получить от них. Поскольку цена и ценность не обязательно одинаковы, экономически рациональный индивид старается никогда не платить дороже ценности вещи. При принятии инвестиционных решений в еще большей степени нужно придерживаться такой логики.

Инвестиции могут рассматриваться как финансовый товар, цена которого образуется в результате взаимодействия предложения и спроса. Поскольку отсутствие у инвестиций физических качеств затрудняет процесс оценки, надо иметь в виду, что подобно физическому товару вроде автомобиля, который имеет конкретные характеристики (срок эксплуатации, пробег, состояние), определенными чертами обладает и объект инвестирования. Ключевыми характеристиками инвестиций являются доходность и риск. Понимание этих величин и их измерение — жизненно необходимая предпосылка принятия грамотных решений. Сначала рассмотрим концепцию дохода.

КОНЦЕПЦИЯ ДОХОДА

Доход — *это ожидаемый уровень прибыли от инвестирования; вознаграждение за инвестирование.*

Хотя доход от инвестирования не обязательно гарантирован, именно ожидаемый доход побуждает людей вкладывать средства в данный объект. Доход может быть рассмотрен как вознаграждение за инвестирование. Предположим, например, у вас на сберегательном счете лежит 1000 долл., на которую начисляется 5% в год, и деловой партнер попросил дать взаймы эти деньги. Если вы одолжите ему деньги на год, в конце которого он их вернет, ваш доход будет зависеть от ставки процента, которую вы назначите. Если вы дали беспроцентную ссуду, то ваш доход будет нулевым. Если вы назначили 5%, ваш доход составит 50 долл. (0,05 × 1000 долл.). Поскольку до этого вы получали надежные 5% на 1000 долл., то, видимо, вам следовало бы потребовать с вашего партнера минимум 5% дохода.

Любой объект инвестирования не гарантирует дохода. Например, 1000 долл., помещенная на сберегательный счет в крупном банке, может рассматриваться как надежный доход, в то время как 1000 долл., предоставленная в долг, в меньшей степени отвечает этим требованиям. Каким будет ваш доход, например, в случае, если лицо, которому вы одолжили 1000 долл., окажется в трудном финансовом положении? Предположим, что в конце года вам удалось получить обратно только 950 долл. В этом случае ваш доход составил бы минус 50 долл. (950 – 1000), или минус 5% (50 : 1000). Так что размер ожидаемого дохода является одним из важных факторов при выборе подходящего вложения капитала.

Составляющие дохода

Доход от инвестирования может быть получен более чем из одного источника. Наиболее распространенным источником являются регулярные платежи, такие, как проценты или дивиденды. Другим источником дохода яв-

ТАБЛИЦА 5.1 Контуры двух видов инвестирования

	Инвестиции (в долл.)	
	А	Б
Цена приобретения (начало года)	1000	1000
Денежные средства, полученные за квартал:		
I	10	0
II	20	0
III	20	0
IV	30	120
Общая сумма (за год)	80	120
Цена продажи (конец года)	1100	960

ляется возрастание стоимости — возможность продать инвестиционный инструмент дороже, чем цена его приобретения. Мы назовем эти источники дохода текущим доходом и курсовым доходом, или приростом капитала (или убытками).

Текущий доход

Текущий доход — *это наличные деньги или "почти деньги", периодически поступающие в результате владения инвестиционными инструментами.*

Текущий доход, который получают периодически, может принимать форму процентов на облигации, дивидендов по акциям, ренты с недвижимости и т.д. Чтобы рассматриваться в качестве дохода, поступления должны приходить в форме наличных денег или быть легко переводимы в них. Для наших целей **текущий доход** будет определен как наличные деньги или "почти деньги", периодически получаемые в результате владения инвестиционным инструментом.

Используя данные табл. 5.1, мы можем подсчитать текущий доход от инвестиций А и Б (обе приобретены за 1000 долл.) за годичный период владения ими. Вкладывая средства в инвестиции вида А, инвестор получил бы текущий доход в 80 долл.; инвестиции вида Б обеспечили бы доход в 120 долл. На основе анализа текущего дохода, получаемого за годичный период, можно сделать вывод, что инвестиции вида Б были бы предпочтительнее. Конечно, оценка общего дохода от каждого из этих инструментов должна учитывать некоторые соображения относительно того, что может произойти с инвестированными средствами в дальнейшем; было бы преждевременным делать заключение о том, какой вид инвестиций лучше.

Прирост капитала (или убытки)

Величина дохода прямо связана с возможными изменениями (если они случаются) в рыночной стоимости инвестиционного инструмента. Инвесторы вкладывают средства в объекты инвестирования, от которых ожидают получить не только текущий доход, но также и доход на вложенные средства когда-нибудь в будущем. Для облигаций доход на вложенные средства возникает по истечении срока погашения облигации или тогда, когда инвестор

продает облигацию до этого срока. Поскольку акции и другие объекты инвестирования могут не иметь установленного срока погашения, сумма вложенных средств, которые можно вернуть в будущем, в общем не известна с достаточной точностью. Как отмечалось в гл. 4, сумма, на которую выручка от продажи инвестиционных инструментов превышает первоначальную цену покупки, называется ***приростом капитала,*** или ***курсовым доходом.*** Если объект инвестирования продается дешевле, чем первоначальная цена его приобретения, возникает ***капитальный убыток.***

Вычисление прироста капитала или капитального убытка может быть проиллюстрировано в табл. 5.1. Для инвестиций вида А прирост капитала в 100 долл. [1100 долл. (цена продажи) — 1000 долл. (цена покупки)] получен за год. В случае инвестиций вида Б возникло 40 долл. капитального убытка [960 долл. (цена продажи) — 1000 долл. (цена покупки)]. Объединяя прирост капитала с текущим доходом, подсчитанным в предыдущем параграфе, получаем совокупный доход на каждый вид инвестиций:

Совокупный доход *— это сумма текущего дохода и прироста капитала (или убытков), полученных от инвестирования за определенный период.*

	Инвестиции (в долл.)	
Доход	**А**	**Б**
Текущий доход	80	120
Прирост капитала (убытки)	100	(40)
Совокупный доход	180	80

С точки зрения совокупного дохода, полученного за год от инвестирования 1000 долл., инвестиции вида А лучше инвестиций вида Б. Выраженные в процентах от первоначальных вложений инвестиции вида А создали доход в 18% (180 : 1000), в то время как инвестиции вида Б принесли только 8% дохода (80 : 1000). Хотя на данный момент инвестиции вида А кажутся предпочтительнее, принятые в расчет соображения о различиях в степени риска, так же как и налоговые факторы, могли бы побудить некоторых инвесторов предпочесть инвестиции вида Б. (Далее в главе мы рассмотрим, почему это так.)

Почему важен доход

Доход — ключевая переменная в инвестиционном решении, потому что она позволяет сравнивать размеры действительного и ожидаемого дохода, обеспечиваемого различными инвестиционными инструментами. Доход может быть измерен в ретроспективном аспекте или сформулирован как ожидаемый в будущем. С использованием ретроспективных данных наряду с другими факторами, относящимися к инвестиционной среде, ожидаемые доходы могут быть оценены и применены для принятия инвестиционного решения.

Ретроспективные сведения

Хотя большинство людей признают, что будущее — это не обязательно отражение прошлого, они согласились бы с тем, что прошлые данные часто имеют значение для формулирования будущих ожиданий. Распространенной практикой в мире инвестирования является тщательный анализ про-

ТАБЛИЦА 5.2 **Ретроспективные данные о гипотетических инвестициях**

Год	(1) Доход	Рыночная стоимость (в долл.) (2) Начало года	(3) Конец года	(4) Прирост капитала	Совокупный доход (5) (1)+(4) (в долл.)	(6) (5):(2) (в %)*
1981	4,00	100	95	–5,00	–1,00	–1,00
1982	3,00	95	99	4,00	7,00	7,37
1983	4,00	99	105	6,00	10,00	10,10
1984	5,00	105	115	10,00	15,00	14,29
1985	5,00	115	125	10,00	15,00	12,00
1986	3,00	125	120	–5,00	–2,00	–1,60
1987	3,00	120	122	2,00	5,00	4,17
1988	4,00	122	130	8,00	12,00	9,84
1989	5,00	130	140	10,00	15,00	11,54
1990	5,00	140	155	15,00	20,00	14,29
Средняя	4,10			5,50	9,60	8,10

* Процентное значение дохода от рыночной стоимости инвестиций на начало года.

шлых фактических сведений о данном объекте, в процессе которого формулируются ожидания его будущей динамики. Поскольку процентные ставки и другие финансовые измерения дохода наиболее часто упоминаются в годовом исчислении, оценка дохода от прошлых инвестиций обычно выражается так же. Рассмотрим данные, приведенные в табл. 5.2. В этих ретроспективных сведениях о доходе важны два аспекта. Во-первых, может быть определен средний уровень дохода, произведенного в результате инвестирования за последние 10 лет; во-вторых, может быть проанализирована тенденция изменения этого дохода. В процентном выражении средняя совокупная доходность (столбец 6) за последние 10 лет составила 8,1%. Рассматривая ежегодный доход, мы можем увидеть, что после отрицательного значения дохода (убытка) в 1981 г. было четыре года положительного и в общем увеличивающегося дохода до тех пор, пока в 1986 г. не повторилось отрицательное значение дохода. С 1987 по 1990 г. опять были получены положительные возрастающие значения дохода.

Ожидаемый доход

В процессе принятия инвестиционного решения более важно поведение дохода с точки зрения ожидаемой, а не ретроспективной динамики. Для окончательного анализа дохода имеет значение *будущее*, и поэтому очень важен показатель *ожидаемый доход*. Именно то, что инвестор ожидает получить от акций или облигаций в будущем (в форме дивиденда, процента или прироста капитала), определяет ту сумму, которую он хотел бы уплатить за ценную бумагу. Чтобы понять это, давайте обратимся к данным табл. 5.2. Анализируя ретроспективные сведения о доходе, показанные в таблице, инвестор отметил бы повышательную тенденцию в динамике доходности с 1987 по 1990 г. Но чтобы планировать доходы на 1991 г., 1992 г. и т.д., необхо-

дима способность проникновения в суть перспектив инвестирования. Если вероятным представляется продолжение сложившейся тенденции динамики дохода, вполне возможно ожидаемое значение доходности от 12 до 15% в 1991 г. или 1992 г. Если же перспективы представляются не слишком прибыльными или если ожидается, что инвестиции будут воспроизводить модель циклической динамики, более реалистичной оценкой может быть ожидаемое значение доходности в пределах 8—9%. Поскольку за последние 10 лет показатель доходности прошел циклический путь от низкого уровня дохода (1981 г. и 1986 г.) до возрастания дохода (1982—1985 гг. и 1987—1990 гг.), мы ожидали низкую доходность в 1991 г., за которой должен был последовать период растущей доходности (1992—1995 гг.).

Уровень дохода

Уровень достигнутого или ожидаемого дохода от инвестирования зависит от ряда факторов. Основными воздействующими на него факторами являются внутренние характеристики, внешние силы и инфляция.

Внутренние характеристики

Определенные характеристики, такие, как вид инструмента инвестирования, качество управления, способ финансирования, характеристики среды потребителей и т.д., влияют на уровень дохода. Обыкновенные акции крупной, эффективно управляемой сталелитейной компании, активы которой целиком финансируются из собственного капитала в виде выпусков акций, главный покупатель продукции которой "Дженерал моторс", обеспечивали бы уровень доходности, отличающийся от доходности небольшой, плохо управляемой компании по производству одежды, капитал которой по большей части заемный, чьими покупателями являются небольшие специализированные магазины. Как мы увидим в последующих главах, оценка внутренних факторов и их влияния на доходность специфического объекта инвестирования — важный шаг в процессе анализа потенциальных инвестиций.

Внешние силы

Внешние силы, такие, как война, дефициты, контролирование цен, действия Федеральной резервной системы и политические события, не контролируемые эмитентом данного инвестиционного инструмента, также могут влиять на уровень доходности. Поскольку разные объекты инвестирования в разной степени подвержены влиянию этих сил, вовсе не трудно найти два объекта с похожими внутренними характеристиками, предлагающими значительно различающийся доход. Так, в результате воздействия одной и той же внешней силы ожидаемая доходность от одного объекта может увеличиваться, в то время как от другого — сокращаться.

Инфляция

Инфляция — относительно распространенное явление в экономике США в течение многих лет — благоприятно влияет на некоторые виды объектов инвестирования, такие, как недвижимость, и отрицательно воздействует на другие — такие, как акции и ценные бумаги с фиксированным уровнем до-

хода. Повышение процентных ставок, обычно сопровождающее увеличение темпов инфляции, может значительно влиять на доходы. В зависимости от того, какие действия предпринимаются федеральным правительством по контролю над инфляцией (если таковые вообще предпринимаются), они могут увеличивать, уменьшать доходы от инвестирования или вообще не затрагивать их. Более того, доход от каждого *вида* инвестиционного инструмента по-своему реагирует на инфляцию.

СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ ВО ВРЕМЕНИ

Представьте, что в 25 лет вы начали делать ежегодные взносы в наличных деньгах в размере 1000 долл. на сберегательный счет, по которому выплачивается 5% годовых. Через 40 лет, т.е. в 65 лет, вы бы сформировали депозит с общей суммой 40 000 долл. (40 лет × 1000 долл. в год). Исходя из предположения, что вы не изымали с него денег, каков, как вы думаете, был бы итог: 50 000, 75 000 или 100 000 долл.? Ни один из перечисленных ответов не верен, поскольку ваши 40 000 долл. возросли бы приблизительно до 121 000 долл.! Почему? Потому что стоимость денег во времени позволила накопить на этом депозите за 40 лет сложные проценты. **Стоимость денег во времени** связана с тем, что до тех пор, пока существуют альтернативные возможности получения дохода, стоимость денег зависит от того момента времени, когда предполагается их получение.

Стоимость денег во времени — *это принцип, согласно которому до тех пор, пока существуют альтернативные возможности получения дохода, стоимость денег зависит от того момента времени, когда ожидается их получение.*

Поскольку существует возможность получения процентов на денежные средства, постольку, *чем скорее поступает доход от данного инвестиционного инструмента, тем лучше.* Например, два вида инвестиций, каждый из которых составляет 1000 долл. и по каждому из которых ожидается доход за период владения в два года в сумме 100 долл., будут не обязательно в равной мере привлекательны. Предполагая базовую стоимость каждого вида инвестирования в 1000 долл., мы обнаружим, что если доходы от инвестирования первого вида составляют 100 долл. уже к концу первого года, то доходы от инвестирования второго вида составляют тоже 100 долл., но только к концу второго года, следовательно, первый вид инвестирования будет предпочтительнее. Это так, потому что полученная сумма процентов в 100 долл. от инвестиций первого вида могла бы быть *реинвестирована для получения более высокого процента,* в то время как на инвестиции второго вида все еще начисляются первоначальные 100 долл. Таким образом, при принятии инвестиционных решений следует учитывать концепцию стоимости денег во времени.

Проценты — основной доход лиц, делающих сбережения

Сберегательный счет, открытый в финансовом институте, — одна из основных форм инвестирования. Лицо, делающее сбережения, получает проценты в обмен на размещение на счете свободных средств. Получаемый доход — это, несомненно, текущий доход; но лицо, делающее сбережения, не получит прироста капитала, не понесет убытков, поскольку стоимость инвестиций (первоначальный вклад) изменяется только на величину полученных процентов. Для делающего сбережения лица проценты, полученные в течение данного периода, являются текущим доходом за этот период. Другими словами, совокупный доход проистекает из текущего дохода, полученного в виде процентов.

Простые проценты

Простые проценты — *это проценты, начисляемые на фактическую сумму за фактический период нахождения ее на депозите.*

Доход, уплачиваемый на такие объекты, как депозитные сертификаты, облигации и другие формы инвестирования, по которым выплачиваются проценты, наиболее часто вычисляется с использованием метода **простых процентов**. Проценты выплачиваются только на фактический остаток за то время, когда эта сумма действительно находится на депозите. Если у вас на депозите, по которому выплачивается 6%, положено 100 долл. на 1,5 года, вы получили бы 9 долл. в виде процентов (1,5 × 0,06 × 100) за этот период. Если бы вы изъяли 50 долл. в середине года, общая сумма процентов, полученная вами за 1,5 года, составила бы 6 долл., поскольку вы получили бы 3 долл. со 100 долл. за первые полгода (0,5 × 0,06 × 100) и 3 долл. с 50 долл. за оставшееся время — полный год (1 × 0,06 × 50).

Используя метод простых процентов, получаем, что объявленная ставка процента — это *действительная (эффективная) ставка процента (или дохода)*, т.е. ставка процента, действительно полученного на фактическую сумму за фактический период, в течение которого она находилась на депозите. В приведенном выше примере действительная ставка процента составила бы 6%. Поскольку ставка процента отражает ставку, по которой начисляется текущий доход независимо от размера вклада, она является полезной мерой текущего дохода.

Сложные проценты

Сложные проценты — *это проценты, начисляемые не только на первоначальную сумму вклада, но также и на всю сумму процентов, накопленную за определенный период.*

Сложные проценты выплачиваются не только на первоначальную сумму вклада, но также на некоторую сумму процентов, накопленную от одного периода до другого. Этот метод часто используется сберегательными организациями. Во вставке "Проницательному инвестору" подчеркиваются магическая сила и другие интересные характеристики сложных процентов. Когда проценты выплачиваются ежегодно, вычисления по методу сложных и простых процентов приведут к одинаковому результату; в этом случае объявленная ставка процента и действительная ставка будут равны. Данные табл. 5.3 могут быть использованы для иллюстрации метода вычисления сложных процентов. В этом случае процентный доход, получаемый каждый год, остается на депозите, а не изымается. 50 долл., полученных с 1000 долл. в виде процентов за 1989 г., становятся частью остатка, на который выплачиваются проценты в 1990 г., и т.д. *Обратите внимание на то, что в процессе вычисления сложных процентов используется и метод простых процентов*, т.е. проценты рассчитываются только на фактическую сумму за фактический период, в течение которого она находилась на депозите.

Когда используется метод сложных процентов, объявленная и действительная ставки процента равны только в том случае, если процент выплачивается один раз в год. В общем, *чем чаще выплачиваются проценты по объявленной ставке, тем выше будет действительная ставка процента.* Вычисления процентов на основе данных о вкладах из табл. 5.3 включены в табл. 5.4; здесь предполагается, что проценты начисляются каждые полгода (дважды в год). Сумма процентов за каждый шестимесячный период находится умножением остатка за 6 месяцев на половину установленной ставки в 5% (см. столбец 3 табл. 5.4). Сравнивая остаток на счете на конец 1991 г. в 1876,88 долл., подсчитанный в табл. 5.3 при норме

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Магия сложных процентов

Джон Мейнард Кейнс называл это магией. Говорят, что один из Ротшильдов провозгласил это восьмым чудом света. Сегодня люди продолжают превозносить их чудодейственность.

Объект их восхищения — сложные проценты — предмет, который приводит в замешательство одних и поражает воображение других.

И все же понимание сложных процентов может помочь людям вычислить доход от сбережений и инвестиций так же, как и цену займа. Эти вычисления применимы почти к любому финансовому решению — от реинвестирования дивидендов до покупки облигации с нулевым купоном для индивидуального пенсионного счета.

Проще говоря, сложные проценты — это начисление "процентов на проценты". Проценты, начисленные по истечении определенного периода, например года, добавляются к основной сумме и включаются в ту сумму, на которую в следующий период будут начисляться проценты.

Ричард П. Бриф, профессор бизнеса Нью-Йоркского университета, считает, что "вычисление [сложных процентов] должно быть понятно большинству людей".

Метод сложных процентов интриговал людей всегда. В начале прошлого века английский астроном Фрэнсис Бейли подсчитал, что британский пенс, инвестированный под 5% годовых на условиях сложных процентов в год рождения Христа, принес бы к 1810 г. столько золота, что его хватило бы для заполнения 357 млн. земных шаров. Бенджамин Франклин был более практичен. После своей смерти в 1790 г. он оставил по 1000 фунтов двум городам — Бостону и Филадельфии с условием, что они не будут трогать эти деньги в течение 100 лет. Наследство Бостона, эквивалентное примерно 4600 долл., к 1890 г. увеличилось до 332 000 долл.

Но делающим сбережения лицам и инвесторам не нужно жить до 100 лет, чтобы получить выгоды.

Рассмотрим инвестирование с текущей стоимостью в 10 000 долл., на которые ежегодно начисляется 8%. После первого года размер их возрастет до 10 800 долл. (1,08 × 10 000). После второго года они будут стоить 11 664 долл. (1,08 × × 10 800). Еще через три года сумма возрастет до 14 693 долл.

Такая же концепция применима к потребительским кредитам. Ссуда в 10 000 долл. под 8 сложных процентов, начисляемых раз в год, будет оцениваться в 14 693 долл. (сумма, которую необходимо возвратить) через 5 лет...

Инвесторы и делающие сбережения лица могут также использовать упрощенное эмпирическое правило для определения того, как долго нужно ждать удвоения суммы денег при данной процентной ставке с начислением процентов раз в год: разделите 72 на ставку процента. Например, инвестиции в 10 000 долл., приносящие доход в 8% в год, удвоились бы через 9 лет (72 : 8).

Но следовало бы знать, что инфляция тоже развивается по принципу сложного процента. Пока инфляция не исчезнет, эти планируемые 20 000 долл. через 9 лет будут стоить несколько меньше, чем они стоят теперь...

Источник: Robert L. Rose, "Compounding: It's Boring but a Wonder", *The Wall Street Journal*, June 17, 1985, p. 21.

ТАБЛИЦА 5.3 Данные об остатках сберегательного счета (при годовом начислении и реинвестировании по ставке 5%)

Дата	(1) Вклад (или изъятие) (в долл.)	(2) Остаток на счете на начало периода (в долл.)	(3) Проценты за год (в долл.)	(4) (2)+(3) Остаток на счете на конец периода (в долл.)
1 янв. 1989 г.	1000	1000,00	50,00	1050,00
1 янв. 1990 г.	(300)	750,00	37,50	787,50
1 янв. 1991 г.	1000	1787,50	89,38	1876,88

в 5% с ежегодным начислением, с остатком на счете на конец 1991 г. в 1879,19 долл., подсчитанным в табл. 5.4 при норме в 5% с начислением раз в полгода, мы можем обнаружить, что более высокие доходы связаны с тем, что проценты начисляются чаще. Ясно, что в случае начисления процентов раз в полгода действительная ставка процента выше, чем 5% при начислении раз в год. Используя технику, которая в данном тексте не рассматривается, мы получим действительную ставку процента на вклады из табл. 5.4 в 5,063%. Сводка действительных ставок процента, связанных с объявленной 5%-й ставкой и различными периодами начисления (число процентных периодов), представлена в табл. 5.5.

Непрерывное начисление процентов — *это метод вычисления процентов, при котором проценты реинвестируются за самые короткие из возможных промежутки времени; приводит к получению максимальной нормы доходности при данной объявленной ставке процента.*

Непрерывное начисление процентов, которое представляет собой начисление в течение самого короткого из возможных промежутка времени, позволяет получить максимальную норму доходности при данной объявленной ставке процента. Из табл. 5.5 очевидно, что, чем чаще начисляется процент, тем выше действительная ставка. Из-за того влияния, которое оказывает на доход разница в продолжительности периодов начисления процентов, инвестору следовало бы оценивать действительную ставку процента, связанную с различными альтернативами, до того, как сделать выбор.

ТАБЛИЦА 5.4 Данные об остатках сберегательного счета (при полугодовом начислении и реинвестировании по ставке 5%)

Дата	(1) Вклад (или изъятие) (в долл.)	(2) Остаток на счете на начало периода (в долл.)	(3) Проценты за год (в долл.)	(4) (2)+(3) Остаток на счете на конец периода (в долл.)
1 янв. 1989 г.	1000	1000,00	25,00	1025,00
7 янв. 1989 г.		1025,00	25,63	1050,63
1 янв. 1990 г.	(300)	750,63	18,77	769,40
7 янв. 1990 г.		769,40	19,24	788,64
1 янв. 1991 г.	1000	1788,64	44,72	1833,36
7 янв. 1991 г.		1833,36	45,83	1879,19

ТАБЛИЦА 5.5 Действительная ставка процента для периодов начисления разной продолжительности (при объявленной ставке 5%)

Период начисления процентов	Действительная ставка процента
Ежегодно	5,000
Каждые полгода	5,063
Ежеквартально	5,094
Ежемесячно	5,120
Еженедельно	5,125
Непрерывно	5,127

Будущая стоимость: развитие концепции сложных процентов

Будущая стоимость — *это сумма, до которой возрастет текущий вклад за период с момента его помещения на счет при условии начисления сложных процентов.*

Будущая стоимость — это сумма, до которой возрастет текущий вклад за период с момента его помещения на счет, по которому начисляются сложные проценты (будущую стоимость иногда называют наращенной стоимостью. — *Прим. науч. ред.*). Возьмем депозит в 1000 долл., приносящий ежегодно 8%, рассчитанных методом сложных процентов. Чтобы найти будущую стоимость этого вклада в конце года, следует проделать такие вычисления:

Сумма денег на конец первого года = 1000 × (1 + 0,08) = 1080 долл.

Если бы деньги были оставлены на депозите еще на год, 8% начислялись бы на остаток счета в 1080 долл. Таким образом, к концу второго года на счете оказалось бы 1166,4 долл. Эти 1166,4 долл. представляли бы остаток на начало года в 1080 долл. плюс 8% от 1080 долл. (86,4 долл.). Будущая стоимость на конец второго года вычисляется следующим образом:

Сумма денег на конец второго года = 1080 × (1 + 0,08) = 1166,4 долл.

Чтобы определить будущую стоимость 1000 долл. к концу года *n*, рассмотренные выше процедуры должны быть повторены *n* раз. Поскольку этот процесс может быть достаточно утомительным, существуют таблицы факторов наращения. Полный комплект этих таблиц включен в приложение Б, табл. Б.1. Фрагмент табл. Б.1 представлен в табл. 5.6. Факторы наращения в таблице показывают сумму, до которой возрос бы первоначальный вклад в 1 долл. при различной комбинации периодов и альтернативных процентных ставок. Например, доллар, вложенный на депозит, по которому выплачивается 8%, и оставленный на нем на два года, возрос бы до 1,166 долл. Используя фактор наращения для ставки в 8% и двух лет (1,166), можно определить будущую стоимость инвестиций (вкладов), если *умножить* инвестированную сумму на соответствующий фактор наращения (см. приложение Б, табл. Б.1 или табл. 5.6). В случае если на депозите на два года под 8% оставлена 1000 долл., при ежегодном реинвестировании итоговая будущая стоимость будет равна 1166 долл. (1,166 × 1000), которая соответствует (за исключением небольшой разницы вследствие округления) стоимости, вычисленной ранее.

ТАБЛИЦА 5.6 Факторы наращения для одного доллара

	Ставка процента					
Год	1%	6%	7%	8%↓	9%	10%
1	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100
→2	1,102	1,124	1,145	[redacted]	1,188	1,210
3	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295	1,331
4	1,216	1,262	1,311	1,360	1,412	1,464
5	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539	1,611
6	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677	1,772
7	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828	1,949
8	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993	2,144
9	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172	2,358
10	1,629	1,791	1,967	2,159	2,367	2,594

Примечание. Все значения стоимостей в таблице округлены до ближайшего значения одной тысячной, так что вычисленные стоимости могут немного отличаться от табличных значений.

Следовало бы осветить еще несколько моментов, касающихся таблиц будущей стоимости. Во-первых, числа в таблице представляют собой факторы наращения для определения будущей стоимости одного доллара *к концу* данного года. Во-вторых, с увеличением ставки процента для данного года увеличивается и фактор наращения, или фактор будущей стоимости. Таким образом, чем выше ставка процента, тем больше будущая стоимость. Наконец, обратите внимание на то, что для данной ставки процента будущая стоимость доллара увеличивается с течением времени. Также важно понимать, что фактор наращения будущей стоимости всегда больше 1; и только если норма процента равна нулю, этот коэффициент будет равен 1, а будущая стоимость, следовательно, будет равна первоначальному вкладу.

Будущая стоимость аннуитета

Аннуитет — *это поток равных сумм денежных средств, возникающий через равные промежутки времени.*

Аннуитет — это поток равных сумм денежных средств, возникающий через равные промежутки времени. Сумма в 1000 долл., получаемая в конце каждого года ежегодно в течение 10 лет, — пример аннуитета. Потоки денежной наличности могут быть ***притоками*** дохода, полученными от инвестирования, или ***оттоками*** средств, инвестируемых с целью получения будущих доходов. Инвесторов иногда интересует определение будущей стоимости аннуитета. Как правило, это касается так называемого обычного аннуитета — того, при котором регулярное движение денежных средств происходит в *конце* каждого года. (Мы будем изучать только такой тип аннуитета.) Будущая стоимость может быть определена математически с использованием калькулятора, компьютера или соответствующих финансовых таблиц. Здесь мы используем таблицы факторов наращения, или факторов будущей стоимости, для аннуитета. Полный набор таблиц факторов наращения для аннуитета включен в приложение Б, табл. Б.2. Фрагмент табл. Б.2 приведен в табл. 5.7 в тексте. Факторы наращения в данной таблице представляют со-

ТАБЛИЦА 5.7 Факторы наращения для аннуитета в 1 долл.

Год	Ставка процента					
	5%	6% ↓	7%	8%	9%	10%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,050	2,060	2,070	2,080	2,090	2,100
3	3,152	3,184	3,215	3,246	3,278	3,310
4	4,310	4,375	4,440	4,506	4,573	4,641
5	5,526	5,637	5,751	5,867	5,985	6,105
6	6,802	6,975	7,153	7,336	7,523	7,716
7	8,142	8,394	8,654	8,923	9,200	9,487
→8	9,549	[redacted]	10,260	10,637	11,028	11,436
9	11,027	11,491	11,978	12,488	13,021	13,579
10	12,578	13,181	13,816	14,487	15,193	15,937

Примечание. Все значения стоимостей в таблице округлены до ближайшего значения одной тысячной, так что вычисленные стоимости могут немного отличаться от табличных значений.

бой сумму, до которой регулярные взносы в 1 долл., сделанные в конце года, выросли бы при различной комбинации периодов и ставок процента. Например, доллар, внесенный на банковский депозит, по которому начисляется 6% в конце каждого года, на период в 8 лет, вырос бы до 9,897 долл. Используя фактор наращения для 8-летнего аннуитета при ставке 6%, можно найти будущую стоимость потока денежных средств, *умножив* ежегодные вложения средств на соответствующий фактор наращения. В случае инвестирования 1000 долл. в конце каждого года в течение 8 лет под 6% итоговая будущая стоимость составит 9897 долл. (9,897 × 1000).

Приведенная стоимость: развитие концепции будущей стоимости

Приведенная стоимость — *это текущая стоимость будущей суммы денег, т.е. оборотная сторона будущей стоимости.*

Ставка дисконта — *это ежегодная ставка доходности, которая могла бы быть получена в настоящий момент от аналогичных инвестиций; используется для определения приведенной стоимости; называется также альтернативными издержками.*

Приведенная стоимость — оборотная сторона будущей стоимости. **Приведенная стоимость** вместо измерения стоимости текущей суммы в какой-то момент в будущем позволяет определить, сколько будущая сумма денег стоит сегодня. Используя технику приведенной стоимости, можно подсчитать сегодняшнюю стоимость той суммы, которая будет получена в будущем.

При определении приведенной стоимости будущей суммы денег основным вопросом является такой: сколько денег следовало бы поместить сегодня на счет, по которому выплачивается n процентов, чтобы приравнять их к некой сумме, которая будет получена в будущем? Применяемая при нахождении приведенной стоимости ставка процента обычно называется **ставкой дисконта** (или *альтернативными издержками*). Она представляет собой ежегодную ставку доходности, которую можно было бы получить теперь от аналогичного инвестирования. Основные вычисления приведенной стоимости лучше всего иллюстрируются простым примером. Представьте, что у вас появилась возможность получить 1000 долл. ровно через год начиная с сегодняшнего дня. Если бы вы могли получить 8% на аналогичные типы инвестиций, какую наибольшую возможную сумму денег вы заплатили бы

ТАБЛИЦА 5.8 Факторы дисконтирования (приведения) стоимости для 1 долл.

Год	Ставка дисконта (процента)					
	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	0,907	0,890	0,873	0,857	0,842	0,826
3	0,864	0,840	0,816	0,794	0,772	0,751
4	0,823	0,792	0,763	0,735	0,708	0,683
5	0,784	0,747	0,713	0,681	0,650	0,621
6	0,746	0,705	0,666	0,630	0,596	0,564
7	0,711	0,665	0,623	0,583	0,547	0,513
8	0,677	0,627	0,582	0,540	0,502	0,467
9	0,645	0,592	0,544	0,500	0,460	0,424
10	0,614	0,558	0,508	0,463	0,422	0,386

за эту возможность? Другими словами, какова приведенная стоимость 1000 долл., которые должны быть получены через год, дисконтированных по ставке 8%? Пусть X — приведенная стоимость. Чтобы описать этот случай, используется следующее равенство:

$$X \times (1 + 0{,}08) = 1000 \text{ долл.}$$

Решая уравнение для X, получим:

$$X = 1000/(1 + 0{,}08) = \underline{\underline{925{,}93 \text{ долл.}}}$$

Из этих вычислений должно быть ясно, что приведенная стоимость 1000 долл., которые будут получены через год и дисконтированы по ставке 8%, составляет 925,93 долл. Другими словами, 925,93 долл., размещенные на счете, по которому выплачивается 8%, возрастут до 1000 долл. в течение года. Чтобы проверить это заключение, *умножим* фактор наращения будущей стоимости для 8% и одного года, или 1,08 (см. табл. 5.6), на 925,93 долл. Эта сумма принесет будущую стоимость в 1000 долл. (1,08 × 925,93).

Поскольку вычисления приведенной стоимости сумм, которые будут получены в отдаленном будущем, более сложны, чем для вложений на год, в этом случае рекомендуется использовать таблицы приведенной стоимости. (Полный набор этих таблиц включен в приложение Б, табл. Б.3; в качестве иллюстрации в табл. 5.8 в тексте приведена их часть.) Факторы дисконтирования в таких таблицах представляют собой приведенную стоимость 1 долл., рассчитанную для различных комбинаций периодов и ставок дисконтирования. Например, приведенная стоимость 1 долл., который предполагается получить через год и дисконтированный по ставке 8%, составляет 0,926 долл. На основе этого фактора (0,926) приведенная стоимость 1000 долл., которую предполагается получить через год при ставке 8% дисконта, может быть найдена *умножением* этого фактора на 1000 долл. Результирующая приведенная стоимость в 926 долл. (0,926 × 1000) соответствует (за ис-

ТАБЛИЦА 5.9 Смешанный и аннуитетный потоки дохода

Год	Доходы	
	Смешанный поток (в долл.)	Аннуитет (в долл.)
1990	30	50
1991	40	50
1992	50	50
1993	60	50
1994	70	50

ключением небольшой разницы в результате округления) стоимости, подсчитанной ранее.

Другой пример поможет понять, как используются таблицы приведенной стоимости. Приведенная стоимость 500 долл., которые предполагается получить через 7 лет, дисконтированных по ставке 6%, может быть подсчитана следующим образом:

Приведенная стоимость = 0,665 × 500 = 332,50 долл.

Число 0,665 представляет собой фактор дисконтирования или приведения стоимости для 7 периодов и ставки дисконта в 6%.

Каждый инвестор должен знать некоторые моменты, связанные с таблицами приведенной стоимости. Во-первых, фактор дисконтирования однократной суммы всегда меньше 1; и только если ставка дисконтирования равна нулю, этот фактор равняется 1. Во-вторых, чем выше ставка дисконтирования для данного года, тем меньше фактор дисконтирования. Другими словами, чем выше альтернативные издержки, тем меньше нужно инвестировать сегодня, чтобы получить данную сумму в будущем. Наконец, чем позднее инвестор собирается получить сумму в будущем, тем меньше она стоит сегодня. Важно также отметить, что при ставке дисконтирования 0% фактор дисконтирования всегда равен 1 и, следовательно, в таком случае будущая стоимость некоторой суммы денег равняется ее приведенной стоимости.

Приведенная стоимость потока дохода

Смешанный поток — *это доходы, характер движения которых в противоположность аннуитету не является систематическим.*

В приведенном выше материале мы показали технику нахождения приведенной стоимости однократно инвестированной суммы денег, которую предполагается получить в будущем. Поскольку обычно доходы от данного инструмента инвестирования, скорее всего, будут притекать в различные сроки в будущем, а не в виде однократной суммы, необходимо уметь находить приведенную стоимость потока доходов. Поток доходов может рассматриваться как пакет отдельных сумм доходов и классифицироваться как смешанный поток либо как аннуитеты. **Смешанный поток** доходов — это доходы, характер движения которых не укладывается в какую-то определенную систему; как отмечалось ранее, *аннуитет*, напротив, представляет собой систему с поступлением равных доходов. В табл. 5.9 показан каждый из этих типов доходов. Чтобы найти приведенную стоимость

ТАБЛИЦА 5.10 Вычисление приведенной стоимости смешанного потока

Год	(1) Доход (в долл.)	(2) 9%-й фактор дисконтирования	(3) (1) × (2) Приведенная стоимость (в долл.)
1990	30	0,917	27,51
1991	40	0,842	33,68
1992	50	0,772	38,60
1993	60	0,708	42,48
1994	70	0,650	45,50
		Приведенная стоимость потока	187,77

Примечание. Стоимости в колонке 1 взяты из табл. 5.9. Стоимости в колонке 2 — из табл. 5.8 при ставке дисконтирования 9% с первого года по пятый.

каждого из потоков (измеряемых в начале 1990 г.), надо подсчитать общую сумму приведенных стоимостей всех компонентов доходов. Поскольку расчеты по аннуитетам можно изложить кратко, вычисление приведенной стоимости каждого вида потоков дохода будет проиллюстрировано отдельно.

Смешанный поток

Чтобы найти приведенную стоимость смешанного потока доходов, отраженного в табл. 5.9, должны быть найдены и затем суммированы приведенные стоимости всех доходов. Предполагая ставку дисконтирования равной 9%, вычислим приведенную стоимость смешанного потока, как это показано в табл. 5.10. Итоговая приведенная стоимость в 187,77 долл. представляет собой сумму на сегодняшний день (начало 1990 г.), инвестированную под 9%, которая должна обеспечить такой же приток денежных средств, как и поток доходов в колонке 1 табл. 5.10. Если найдена приведенная стоимость для каждого дохода, все стоимости могут быть суммированы, поскольку каждая исчислена на один и тот же момент.

Аннуитет

Приведенная стоимость аннуитета может быть найдена тем же способом, что и приведенная стоимость смешанного потока, но есть и более простой способ. Существуют финансовые таблицы факторов дисконтирования для аннуитетов. (Полный набор таких факторов дисконтирования приведенной стоимости для аннуитетов включен в приложение Б, табл. Б.4; часть ее в качестве примера приведена в табл. 5.11.) Факторы в таких таблицах представляют собой приведенную стоимость аннуитета, равного 1 долл., связанную с различными комбинациями лет и ставок дисконтирования. Например, приведенная стоимость 1 долл., который будет притекать каждый год в течение последующих пяти лет, дисконтированного по ставке 9%, составит

ТАБЛИЦА 5.11 Факторы дисконтирования

Год	Ставка дисконтирования					
	5%	6%	7%	8%	9% ↓	10%
1	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	1,859	1,833	1,808	1,783	1,759	1,736
3	2,723	2,673	2,624	2,577	2,531	2,487
4	3,546	3,465	3,387	3,312	3,240	3,170
→ 5	4,329	4,212	4,100	3,993	3,890	3,791
6	5,076	4,917	4,767	4,623	4,486	4,355
7	5,786	5,582	5,389	5,206	5,033	4,868
8	6,463	6,210	5,971	5,747	5,535	5,335
9	7,108	6,802	6,515	6,247	5,995	6,759
10	7,722	7,360	7,024	6,710	6,418	6,145

3,890 долл. Если использовать этот фактор дисконтирования, то приведенная стоимость 50-долларового аннуитета на 5 лет (данные в табл. 5.9) при ставке дисконтирования 9% может быть найдена путем *умножения* годового дохода на этот фактор. В этом случае итоговая приведенная стоимость составит 194,5 долл. (3,890 × 50).

Определение достаточного инвестирования

Концепция приведенной стоимости может быть использована для выбора приемлемого инструмента инвестирования. Игнорируя в данный момент риск, можно определить, что инвестора удовлетворил бы инвестиционный инструмент, у которого приведенная стоимость всех будущих доходов (дисконтированная по соответствующей ставке) была бы равна или превосходила приведенную стоимость затрат на его приобретение. Так как затраты на инвестиции (или цена приобретения) возникают в начальной стадии (в нулевой момент времени), то затраты и их приведенная стоимость рассматриваются как одно и то же. Если бы приведенная стоимость доходов равнялась затратам, инвестор получил бы норму доходности, равную ставке дисконта. Если бы приведенная стоимость доходов превысила понесенные затраты, инвестор получил бы норму доходности на инвестиции больше, чем ставка дисконтирования. И наконец, если бы приведенная стоимость доходов была меньше затрат, инвестор получил бы доходность инвестиций меньше ставки дисконтирования. Поэтому инвестор предпочел бы только такие инвестиции, для которых приведенная стоимость доходов равняется затратам или превосходит их; в этих случаях доходность совпадала бы со ставкой дисконтирования или превосходила бы ее.

Данные табл. 5.12 могут быть использованы для *иллюстрации* применения концепции приведенной стоимости при принятии инвестиционного решения. Предполагая, что подходящая ставка дисконтирования — 8%, мы можем видеть, что приведенная стоимость доходов, которые будут получены от данных инвестиций в течение предполагаемого 7-го периода (1990—

ТАБЛИЦА 5.12 Приведенная стоимость инвестиций

Год	(1) Доходы (в долл.)	(2) Фактор дисконтирования при ставке 8 %	(3) (1) × (2) Приведенная стоимость (в долл.)
1990	90	0,926	83,34
1991	100	0,857	85,70
1992	110	0,794	87,34
1993	120	0,735	88,20
1994	100	0,681	68,10
1995	100	0,630	63,00
1996	1200	0,583	699,60
		Приведенная стоимость доходов	1175,28

1996 гг.), составляет 1175,28 долл. Если бы затраты инвестирования составляли любую сумму, меньшую, чем 1175,28 долл., или равную ей, такое инвестиционное решение было бы приемлемо; при затратах выше 1175,28 долл. инвестирование в этот инструмент было бы неприемлемым. Если затраты равны 1175,28 долл. приведенной стоимости доходов или ниже этой суммы, доходность данных инвестиций составляла бы, по крайней мере, 8%; если же затраты выше 1175,28 долл., доходность была бы ниже 8%.

ИЗМЕРЕНИЕ ДОХОДА

Итак, мы рассмотрели концепцию дохода с позиций его компонентов (текущий доход и прирост капитала), с точки зрения его роли и основных сил, влияющих на уровень дохода (внутренние характеристики, внешние силы и инфляция). В процессе изложения мы намеренно упрощали вычисления, обычно приемлемые при определении прошлого или ожидаемого дохода. Чтобы сравнивать доходы от различных инструментов инвестирования, мы должны применить соответствующий измеритель. Такой измеритель должен как-то объединить концепцию стоимости денег во времени, которая явно учитывает различия в распределении во времени инвестиционных доходов и (или) прироста капитала (или убытков). Такой подход также позволит оперировать с приведенной стоимостью будущих доходов. В данной главе рассматриваются несколько измерений, которые позволят эффективно оценить альтернативные инвестиционные возможности, в первую очередь доходность за период владения, а затем полную доходность, которую справедливо считают более точным измерителем дохода.

Доходность за период владения активом

Доходы лица, делающего сбережения, — это прежде всего функция суммы текущего дохода (процента), получаемого на данный депозит. Однако сумма вклада на сберегательном счете не подвержена изменениям в стоимости так, как это происходит с такими видами инвестиций, как акции, облигации и не-

Период владения активом — *это соответствующий период, на протяжении которого инвестор хочет измерить доход от любого инструмента инвестирования.*

движимость. Поскольку инвесторы имеют дело с широким кругом инструментов инвестирования, большинство которых обладают определенной степенью ликвидности, им необходимо измерение дохода, охватывающее *и периодические* текущие доходы, *и изменения* стоимости. Один из таких измерителей называется *доходом за период владения активом.* **Период владения активом** — это соответствующий период, на протяжении которого то или иное лицо желает измерить доход от любого инструмента инвестирования. При сравнении доходности от разных инструментов использование периодов владения одинаковой продолжительности придает бо́льшую объективность анализу. Например, сравнение доходности на акции в течение 6-месячного периода, заканчивающегося 31 декабря 1989 г., с доходом от облигации в течение годичного периода владения, заканчивающегося 30 июня 1989 г., могло бы привести к недостаточно надежному инвестиционному решению. Во избежание такой ситуации должен быть определен период владения активом и последовательно применен или переведен в годовое исчисление для создания стандарта; аналогичные периоды следовало бы применять для сравнения доходов от альтернативных объектов инвестирования.

Понимание компонентов дохода

Реализованный доход — *это доход, получаемый инвестором в течение определенного периода.*

"Бумажный" доход — *это доход в виде прироста капитала, который возможен, но еще не реализован в результате продажи инструмента инвестирования.*

Ранее в данной главе мы разграничили две составляющие инвестиционного дохода: текущий доход и прирост капитала (или убытки). Часть дохода, считающаяся текущим доходом, — это **реализованный** доход, поскольку его обычно фактически получает инвестор в течение определенного периода. Доходы в форме прироста капитала могут быть не реализованы, стать **"бумажными" доходами**. Доходы в виде прироста капитала реализуются только тогда, когда инструмент инвестирования действительно продается в конце периода владения активом. Например, доход в виде прироста капитала на инвестиции, рыночная стоимость которых возросла с 50 до 70 долл. в течение года, составляет 20 долл. Чтобы возник реализованный доход, инвестору нужно купить эти инструменты инвестирования в начале года за 50 долл. и продать их за 70 долл. в конце года. Инвестор, купивший такие же инструменты инвестирования тремя годами раньше, но планирующий продержать их еще три года, также получил бы прирост капитала в 20 долл. в течение указанного года, хотя он не реализовал бы прирост в форме денежных средств. *Несмотря на то что прирост капитала может быть не реализованным в течение периода, за который измеряется общий доход, он должен быть учтен при вычислении доходности.*

При расчетах следует также учитывать, что *и текущий доход, и доход от прироста капитала* могут быть отрицательными числами. Подчас инвестиции могут приносить отрицательный текущий доход, т.е. от инвестора может потребоваться уплата денежных средств по некоторым обязательствам. Такая ситуация чаще всего случается при различных видах инвестиций в собственность. Например, инвестор может купить многоквартирный дом, но из-за плохого спроса на жилье доход в виде ренты не будет соответствовать той сумме, которая необходима для платежей, связанных с обслуживанием. В таком случае инвестору пришлось бы покрыть дефицит, возникший в текущих эксплуатационных затратах, и такой платеж представлял бы отрицательный текущий инвестиционный доход. Капитальные убытки могут приносить *любые* инструменты инвестирования. Рыночная стоимость ак-

ТАБЛИЦА 5.13 Ключевые финансовые переменные четырех инструментов инвестирования

	Инструменты инвестирования			
	Сберегательный счет	Обыкновенные акции	Облигации	Недвижимость
Наличность (в долл.):				
I кв.	15	10	0	0
II кв.	15	10	50	0
III кв.	15	10	0	0
IV кв.	15	15	50	0
(1) Итого текущий доход (в долл.)	60	45	100	0
Инвестиционная стоимость (в долл.)				
Конец года	1000	2100	970	3200
(2) Начало года	1000	2000	1000	3000
(3) Прирост капитала (убытки)	0	100	(30)	200
(4) Совокупный доход (в долл.) [(1) + (3)]	60	145	70	200
(5) Доходность за период владения активом (в %) [(4) : (2)]	6,00	7,25	7,00	6,67

ций, облигаций, опционов, товаров, золота, взаимных фондов и недвижимости может снизиться в течение конкретного периода владения активом.

Вычисление доходности за период владения активом

Доходность за период владения активом (*HPR*) — *это доходность инструмента инвестирования за определенный период (обычно не более года), которая вычисляется путем деления суммы текущего дохода и прироста капитала (или убытков), полученных в течение периода владения активом, на первоначальную стоимость инвестиций.*

Доходность за период владения активом (*holding period return, HPR*) — это доходность, полученная от владения объектом инвестирования в течение определенного периода времени (периода владения активом). Этот показатель рассчитывается путем деления суммы текущего дохода и прироста капитала (или убытков), полученных за период владения активом, на первоначальные инвестиции *и обычно используется для периодов владения активом продолжительностью год или менее.* Уравнение для расчета *HPR* имеет следующий вид:

$$HPR = \frac{\text{Текущий доход + Прирост капитала (или минус убытки)}}{\text{Первоначальные инвестиции}},$$

где

Прирост капитала (или убытки) = Конечная инвестиционная стоимость − − Первоначальная инвестиционная стоимость.

Уравнение для *HPR* предлагает удобный способ измерения реализованного или ожидаемого общего дохода от данных инвестиций. В табл. 5.13 обобщены

основные финансовые переменные для четырех инструментов инвестирования за один год. Общий текущий доход и прирост капитала или убытки для каждого вида инвестиций за период владения в один год представлены в строках 1 и 3 соответственно. Суммируя эти два источника дохода, получим совокупный доход за год, который показан в строке 4. Разделив величину совокупного дохода (строка 4) на стоимость инвестиций на начало года (строка 2), мы найдем доходность за период владения активом, представленную в строке 5. За годичный период владения самый высокий *HPR* принесли обыкновенные акции — 7,25%, а сберегательный счет — самый низкий — 6%. Из этих вычислений ясно, что, для того чтобы найти *HPR*, нужно знать стоимость инвестиции на начало и конец периода, а также величину текущего дохода, полученного инвестором в течение периода владения активом. Обратите внимание на то, что величины *HPR*, подсчитанные в строке 5 табл. 5.13, были бы *одинаковыми* в течение года независимо от продолжительности периода владения активом. Даже если бы те же самые данные были взяты для шестимесячного, а не годичного периода, итоговые *HPR* были бы такими же.

Использование HPR в инвестиционных решениях

Доходность за период владения активом является легкорассчитываемым показателем, удобным для использования в принятии инвестиционных решений. Поскольку этот показатель учитывает и текущий доход, и прирост капитала относительно первоначальной стоимости инвестиций, он позволяет преодолевать любые проблемы, связанные со сравнением инвестиций разного объема. Если мы посмотрим на совокупные доходы (строка 4), вычисленные для каждого из четырех видов инструментов инвестирования, представленных в табл. 5.13, то станет ясно, что инвестиции в недвижимость являются наиболее привлекательными, поскольку приносят самый высокий общий доход. Однако при дальнейшем исследовании выяснится, что эти инвестиции потребовали бы и самых высоких затрат (3000 долл.). Относительное сравнение можно провести, лишь разделив общий доход на сумму инвестиций, т.е. определив инвестиционную стоимость на начало года. Чтобы выбрать одну из инвестиционных альтернатив, обеспечивающих наивысшую общую доходность, нужно просто сравнить *HPR*. Так, в строке 5 табл. 5.13 *HPR* обыкновенных акций в 7,25% является наивысшей. Поскольку доход на вложенный доллар, как правило, отражает эффективность инвестирования, *HPR* дает корректный метод оценки и сравнения доходов от инвестиций.

HPR может иметь как отрицательное, так и положительное значение. Существование отрицательных доходов не должно вызывать никаких проблем при использовании *HPR* для оценки альтернативных инвестиций. *HPR* может быть рассчитана с использованием данных предшествующих периодов (как в предыдущем примере) или прогнозных данных. Независимо от того, какие данные используются — прошлые или прогнозные, применима та формула *HPR*, что была представлена выше.

Доходность: внутренняя ставка окупаемости

Альтернативным способом определения приемлемого инструмента инвестирования является оценка его годовой ставки доходности. Фактическая ставка доходности, полученной от долгосрочного вложения, часто характе-

Полная доходность — *это фактическая ставка доходности долгосрочного инвестиционного инструмента, рассчитанная с учетом стоимости денег во времени и называемая также внутренней ставкой окупаемости.*

ризуется как **полная доходность** (**или внутренняя ставка окупаемости**)*. Хотя доход за период владения активом *(HPR)* используется для инвестиций, владение которыми распространяется на год или менее, он обычно не подходит для более продолжительных периодов владения. Поскольку *HPR* не учитывает стоимость денег во времени, измерение доходности на основе приведенной стоимости используется для определения годовой ставки полной доходности инвестиций, владение которыми продолжается более года. Таким образом, доходность инвестиций может быть определена как ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость доходов в точности равна инвестиционным затратам. Этот подход к расчету доходности как бы отвечает на вопрос: какова действительная ставка доходности данных инвестиций? Когда полная доходность определена, можно решить вопрос о ее приемлемости. Если полная доходность инвестиций *(IRR)* равна соответствующей ставке дисконтирования** или превосходит ее, то такие инвестиции приемлемы. Инвестиции, полная доходность которых *(IRR)* ниже соответствующей ставки дисконтирования, оценивают как неприемлемые, поскольку они не обеспечивают достаточной ставки дохода. Полную доходность инвестиций, обеспечивающих однократное поступление денежных средств в будущем, относительно нетрудно посчитать, в то время как полная доходность инвестиций, обеспечивающих потоки будущих поступлений денежных средств, обычно требует более тщательных вычислений. Обратите внимание на то, что большинство карманных калькуляторов, как и компьютерных упрощенных программ, дают возможность облегчить эти скучные и длительные вычисления.

Для однократного поступления денежных средств

Доходность инвестиций с однократным поступлением денежных средств в будущем можно оценить, используя факторы наращения либо факторы дисконтирования. Мы будем рассчитывать ее на основе факторов дисконтирования, данных в приложении Б, табл. Б.3. Для иллюстрации вычисления полной доходности (*IRR*) предположим, что инвестор хочет определить доходность инвестиций в 1000 долл., которые, как ожидается, будут стоить 1400 долл. в конце пятилетнего периода владения. Мы можем найти доходность этих инвестиций, решая уравнение, в котором 1400 долл. через 5 лет равны первоначальным инвестициям в 1000 долл., а ставка дисконтирования неизвестна. На первом этапе необходимо разделить приведенную стоимость (1000 долл.) на будущую стоимость (1400 долл.), что дает величину 0,714 (1000 : 1400). На втором этапе нужно найти в таблице приведенной стоимости фактор дисконтирования для *пяти лет*, наиболее близкий по ве-

* Как правило, в мировой финансовой литературе эту ставку называют полной доходностью или *доходностью к погашению*, когда речь идет о долговых инструментах *(yield to maturity, YTM)*. В грубых, приблизительных расчетах доходности к погашению *не учитывается* факт несовпадения потоков полных доходов, поступающих за длительный период, во времени. Поэтому такой подход к ее определению некорректен. В профессиональных расчетах этот показатель обязательно определяется с учетом приведенной стоимости всех потоков доходов инвестиционного инструмента, в этом случае становится очевидным, что доходность к погашению — это не что иное, как ставка дисконтирования, при которой дисконтируемые потоки всех будущих доходов (их приведенные стоимости) полностью компенсируют первоначальные вложения. Поэтому ее называют еще и *внутренней ставкой окупаемости, или рентабельности (IRR)*. *(Прим. науч. ред.)*

** Ставка дисконтирования названа *соответствующей*, так как отражает оценку требуемого вознаграждения в данных условиях инвестирования, и прежде всего риска. *(Прим. науч. ред.)*

личине к 0,714. Обращаясь к сокращенной таблице приведенных стоимостей (см. табл. 5.8), мы находим, что для пяти лет ближайшим к 0,714 является фактор дисконтирования 0,713, что соответствует ставке дисконтирования 7%. Следовательно, полная доходность этих инвестиций приблизительно равна 7%. Если инвестору требуется вознаграждение лишь в 6% доходности, то такие инвестиции были бы для него приемлемы, поскольку полная доходность в 7% превосходит требуемую минимальную ставку в 6%. (Как мы увидим в гл. 9, это наилучший и самый простой способ определения доходности так называемых облигаций с нулевыми купонами.)

Для потока доходов

Определить доходность потока доходов гораздо труднее. Самый правильный подход основан на поиске ставки дисконтирования, обеспечивающей равенство приведенной стоимости доходов и затрат. Если мы используем инвестиции, представленные ранее в табл. 5.12, и предположим, что затраты на них составляют 1000 долл., в этом случае полная доходность должна быть выше 8%, так как при ставке дисконтирования в 8% приведенная стоимость доходов выше, чем затраты (1175,28 долл. против 1000). Приведенные стоимости для ставок дисконтирования в 9 и 10% рассчитаны в табл. 5.14. Если мы посмотрим на приведенную стоимость доходов, рассчитанную для ставок 9 и 10% (1117,61 и 1063,08 долл. соответственно), то увидим, что доходность инвестиций должна быть между 9 и 10%, потому что между 9 и 10% мы закончим вычисления и получим приведенную стоимость в 1100 долл. (заметьте, что при ставке дисконтирования 9% приведенная стоимость слишком высока, а при 10% — слишком низка). Ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость доходов ближе всего к затратам 1100 долл., — это 9%, поскольку при этой ставке дисконтирования приведенная стоимость только на 17,61 долл. больше 1100 долл. (1117,61 – 1100). При 10% приведенная стоимость доходов на 36,92 долл.

ТАБЛИЦА 5.14 **Вычисление полной доходности инвестиций в 1100 долл.**

Год	(1) Доходы (в долл.)	(2) 9%-й фактор дисконтирования	(3) (1) × (2) Приведенная стоимость при ставке 9% (в долл.)	(4) 10%-й фактор дисконтирования	(5) (1) × (4) Приведенная стоимость при ставке 10% (в долл.)
1990	90	0,917	82,53	0,909	81,81
1991	100	0,842	84,20	0,826	82,60
1992	110	0,772	84,92	0,751	82,61
1993	120	0,708	84,96	0,683	81,96
1994	100	0,650	65,00	0,621	62,10
1995	100	0,596	59,60	0,564	56,40
1996	1200	0,547	656,40	0,513	615,60
Приведенная стоимость доходов			1117,61		1063,08

меньше 1100 долл. (1100 – 1063,08). Таким образом, если инвестору требуется минимальная доходность в 8%, эти инвестиции, очевидно, приемлемы, поскольку доходность, примерно равная 9%, выше минимума.

Процент на процент: критическое предположение

Критическое предположение относительно использования показателя полной доходности *(IRR)* в качестве измерителя дохода состоит в способности инвестора получить норму доходности, равную вычисленной ставке полной доходности, на все реинвестируемые доходы за весь период владения активом. Эта концепция может быть лучше всего проиллюстрирована на простом примере. Предположим, вы купили 1000-долларовую облигацию Казначейства США, по которой выплачивается 8% годовых (80 долл.) в течение 20-летнего срока действия. Каждый год вы получаете 80 долл. и в срок погашения — основную сумму долга 1000 долл. Не происходит ни потери капитала, ни уклонения от обязательств; все платежи осуществляются своевременно. Но если вы не сможете реинвестировать 80-долларовую годовую сумму процентов, то к концу срока получите только 5%-й доход на эти инвестиции, а не 8%-й. На рис. 5.1 показаны элементы дохода от этих инвестиций, которые могут быть использованы, чтобы продемонстрировать такую ситуацию. Если вы совсем *не реинвестируете* процентный доход в 80 долл. в год, то, в конце концов, будете иметь только 5% доходности и получите через 20 лет 2600 долл. : 1000 долл. основной суммы плюс 1600 долл. процентного дохода (т.е. 80 долл. в год × 20 лет). (Доходность однократного вложения денежных средств в 1000 долл. сегодня, которые будут стоить 2600 долл. через 20 лет, составит 5%.) Чтобы передвинуться на этом графике на линию, соответствующую 8%, необходимо получать 8% на ежегодные поступления текущих процентов (которые должны реинвестироваться и приносить по 8% ежегодно. — *Прим. науч. ред.*). Если это удастся, то вы получите к концу 20-летия 4661 долл. : 1000 долл. основной суммы плюс 3661 долл. будущей стоимости 80-долларового аннуитетного потока в течение 20 лет (т.е. 80 долл. в год × 45,762, где последняя цифра — фактор наращения при ставке 8% и периоде 20 лет из табл. Б.2). (Доходность однократного вложения денежных средств в 1000 долл. сейчас, которые будут иметь стоимость 4661 долл. через 20 лет, составляет 8%.) При получении процента на текущий процентный доход будущая стоимость инвестиций будет на 2061 долл. выше (т.е. 4661 долл. – 2600 долл.), чем она была бы без реинвестирования процентных поступлений.

Из этого примера должно быть ясно, что поскольку инвестор принял решение об инвестициях в облигации со ставкой 8%, то 8% — это ставка доходности, которую ему нужно достичь при реинвестировании текущих процентов с облигации. Ставка доходности, с которой вы начали, действительно представляет собой требуемую или минимальную ставку реинвестирования. Добиваясь возрастания текущего дохода по этой ставке, инвестор получит такую доходность, с которой он начал инвестиции; если это не удастся, то доходность соответственно уменьшится. Хотя в качестве примера здесь использовались облигации, тот же принцип относится к любому другому инструменту инвестирования. Он так же подходит для обыкновенных акций, взаимных фондов или *T*-векселей, как и для долгосрочных облигаций. Понятие получения процента на процент известно на фондовом рынке как *полностью наращенная, или*

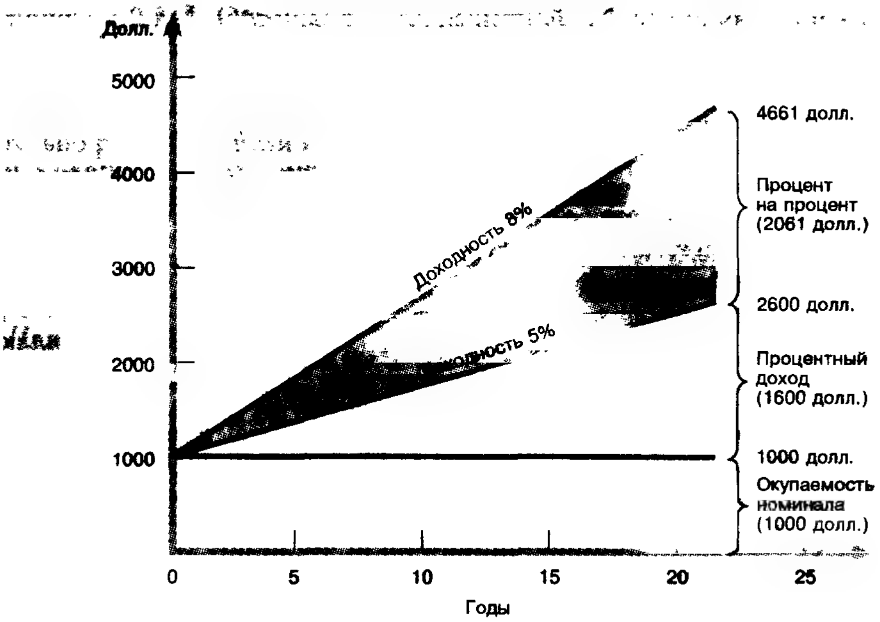


РИС. 5.1 Получение процента на процент

Инвестор, владеющий 1000-долларовой облигацией со сроком действия 20 лет и 8%-м купоном, получит только 2600 долл. по истечении 20 лет — 5%-ю ставку доходности, если он не будет реинвестировать ежегодные процентные поступления в 80 долл. Если бы процентные поступления, напротив, были реинвестированы по ставке, равной ставке купона 8%-й облигации, то инвестор получил бы 4661 долл. через 20 лет, т.е. 8%-ю доходность. Чтобы достичь ставки полной доходности *(IRR)* в 8%, инвестор должен получать процент на процент именно по этой ставке.

капитализируемая, ставка доходности. Это важное понятие, поскольку вы не можете начать извлекать *весь* потенциал доходов из инвестиций, пока не начнете получать полностью капитализируемый доход.

Любой инвестор постоянно сталкивается с такими понятиями, как текущий периодический доход на инвестиции, реинвестирование этого дохода и начисление процента на процент. Причем *начисление процента на процент — это наиболее важный элемент дохода для инвестиционных программ, имеющих большую сумму текущего дохода.* Дело в том, что в противоположность приросту капитала текущий доход должен реинвестироваться самим индивидуальным инвестором. (В случае прироста капитала инвестиционный инструмент автоматически осуществляет реинвестирование.) Отсюда следует, что для инвестиционных программ, направленных на ценные бумаги с ориентацией на текущий доход, принцип "процент на процент" и продолжающееся реинвестирование дохода играют важную роль в определении успешности инвестирования.

Приблизительная доходность

Для рассмотренного выше инвестиционного инструмента *применение принципа приведенной стоимости и полной доходности при оценке приемлемости вложения обеспечивает один и тот же результат.* Значительно проще под-

считать приведенную стоимость по сравнению с полной доходностью, хотя многие виды калькуляторов предоставляют возможность быстро подсчитывать и этот показатель доходности. Но даже без калькулятора можно оценить доходность инвестиций, если ежегодные доходы не слишком изменяются от года к году. Такая оценка осуществляется с использованием *формулы приблизительной доходности*:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{\text{Средние ежегодные доходы} + \dfrac{\text{Будущая цена инвестиций} - \text{Текущая цена инвестиций}}{\text{Срок инвестирования (в годах)}}}{\dfrac{\text{Будущая цена инвестиций} + \text{Текущая цена инвестиций}}{2}}.$$

Эта формула может применяться для оценки доходности как инвестиционных инструментов с однократным поступлением дохода, так и инструментов, создающих потоки доходов.

Однократное поступление дохода

Используя наш прошлый пример с инвестициями в 1000 долл., которые будут стоить 1400 долл. через пять лет, мы можем продемонстрировать применение формулы приблизительной доходности к однократному поступлению дохода. Поскольку этот однократный доход возникнет в будущем, средние ежегодные доходы равны нулю. Подставляя эту величину вместе со значениями для будущей цены инвестиций в 1400 долл., текущей цены 1000 долл. и сроком инвестирования 5 лет в формулу приблизительной доходности, мы получим:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{0\ \text{долл.} + \dfrac{1400\ \text{долл.} - 1000\ \text{долл.}}{5}}{\dfrac{1400\ \text{долл.} + 1000\ \text{долл.}}{2}} =$$

$$= \frac{0\ \text{долл} + 80\ \text{долл.}}{1200\ \text{долл.}} = \frac{80\ \text{долл.}}{1200\ \text{долл.}} =$$

$$= \underline{\underline{0{,}0667,\ \text{или}\ 6{,}67\%}}.$$

Приблизительная доходность в 6,67% довольно близка к фактической полной доходности в 7%, рассчитанной ранее.

Поток доходов

Мы можем использовать данные из табл. 5.12 для иллюстрации применения формулы приблизительной доходности к потоку доходов. Предположим, что в 1996 г. инвестиции в 1000 долл. будут стоить 1200 долл., как показано в таблице, и что это единственный доход в данном году. Допустим далее, что текущая цена инвестиций составляет 1175,28 долл. (*Обратите внимание* на то, что такие условия относительно инвестирования привели бы к значению доходности в 8%, поскольку именно эта ставка используется для дисконтирования доходов в табл. 5.12 для получения стоимости в 1175,28 долл.) Средние годовые доходы найдены путем деления общих ежегодных

доходов в 620 долл. за период с 1990 по 1995 г. (90 + 100 + 110 + 120 + 100 + + 100) на 7 — число лет, на которые осуществлено вложение средств. Средние годовые доходы будут равны 88,57 долл. (620 : 7). Подставляя данные в формулу приблизительной доходности, получаем:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{88{,}57\ \text{долл.} + \dfrac{1200\ \text{долл.} - 1175{,}28\ \text{долл.}}{7}}{\dfrac{1200\ \text{долл.} + 1175{,}28\ \text{долл.}}{2}} =$$

$$= \frac{88{,}57\ \text{долл.} + 3{,}53\ \text{долл.}}{1187{,}64\ \text{долл.}} = \frac{92{,}10\ \text{долл.}}{1187{,}64\ \text{долл.}} =$$

$$= 0{,}0776,\ \text{или}\ 7{,}76\%.$$

Приблизительная доходность в 7,76% достаточно близка к действительной полной доходности в 8%. Формула приблизительной доходности будет использоваться далее в тексте для упрощения вычислений доходности.

РИСК: "ДРУГАЯ СТОРОНА МЕДАЛИ"

Риск — *это вероятность отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого; чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот.*

Итак, мы рассмотрели методы оценки дохода. Однако этот важный инвестиционный параметр не может рассматриваться без учета **риска**, т.е. вероятности отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого. В общем, чем больше таких изменений и шире шкала колебаний возможных величин дохода, связанного с конкретными инвестициями, тем выше риск, и наоборот. Чтобы определить, насколько вы склонны к риску, можно воспользоваться тестом Фарли, показанным во вставке "Проницательному инвестору" В этой части главы мы рассмотрим альтернативу "риск—доходность"; источники риска; коэффициент "бета" — современный измеритель риска; модель оценки доходности активов, в которой "бета" используется для оценки доходности. Затем рассмотрим методы оценки риска, связанного с потенциальными инвестициями.

Альтернатива "риск — доходность"

Альтернатива "риск — доходность" — *это отношение между риском и доходностью, показывающее, обеспечивают ли более рискованные инвестиции более высокую доходность, и наоборот.*

Риск, связанный с данными инвестициями, непосредственно связан с ожидаемой доходностью, или, другими словами, более рискованные инвестиции должны обеспечивать более высокую доходность. Каковы же мотивы, заставляющие инвестора рисковать своим капиталом? В общем, инвестор пытается минимизировать риск для данного уровня доходности или максимизировать доходность при данном уровне риска. Эти отношения между риском и доходностью, получившие название **альтернатива "риск — доходность"**, будут рассмотрены далее в этой главе.

Источники риска

Общий риск, связанный с данным объектом инвестиций, может проистекать из комбинации различных источников. Поскольку все эти источники взаимосвязаны, фактически невозможно определить риск, проистекающий из каждого из них. Главными его видами являются: деловой риск; финансо-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Вы склонны к риску?.. Определите это с помощью теста Фарли

Ответьте на каждый вопрос да или нет в зависимости от того, насколько каждое положение применимо к вам (контролируйте свои ответы).

1. Я скорее рискнул бы начать собственное дело, чем работать на кого-то. [ДА] [НЕТ]
2. Я никогда бы не выбрал работу, требующую постоянных поездок. [ДА] [НЕТ]
3. Если бы мне пришлось играть в азартные игры, я никогда бы не делал мелкие ставки. [ДА] [НЕТ]
4. Я люблю совершенствовать идеи. [ДА] [НЕТ]
5. Я никогда бы не отказался от своей работы, если бы не был уверен в том, что у меня есть другая. [ДА] [НЕТ]
6. Я никогда бы не стал инвестировать в высокорискованные акции. [ДА] [НЕТ]
7. Для расширения своего кругозора я хотел бы рискнуть. [ДА] [НЕТ]
8. Мысли об инвестировании в акции не вдохновляют меня. [ДА] [НЕТ]
9. Я подумал бы о работе только на комиссионных началах. [ДА] [НЕТ]
10. Зная, что некое конкретное новое дело может "прогореть", я постарался бы избежать вкладывать в него деньги, даже если бы потенциальные доходы были высоки. [ДА] [НЕТ]
11. Я хотел бы испытать в жизни все, что только можно. [ДА] [НЕТ]
12. Я не чувствую, что сильно нуждаюсь во взбадривании. [ДА] [НЕТ]
13. Я — энергичный человек. [ДА] [НЕТ]
14. Я с легкостью могу придумать массу способов зарабатывания денег. [ДА] [НЕТ]
15. Я никогда бы не бился об заклад на деньги больше тех, что имею сегодня. [ДА] [НЕТ]
16. Я люблю предлагать новые идеи или концепции, когда реакция других, например моего босса, неизвестна или неопределенна. [ДА] [НЕТ]
17. Я никогда не выписывал чеков, не имея достаточных средств в банке для их "покрытия". [ДА] [НЕТ]
18. Я ввязывался бы только в те деловые предприятия, результат которых относительно прогнозируем. [ДА] [НЕТ]
19. Мне больше по душе более опасная работа с большим доходом, чем менее опасная, приносящая средний доход. [ДА] [НЕТ]
20. Я не очень независим в своих суждениях. [ДА] [НЕТ]

Если на вопросы 1, 3, 4, 7, 9, 11, 13, 14, 16, 19 опросника Фарли о финансовом риске вы ответили да, то за каждый ответ получаете по 1 баллу. Если вы ответили нет на вопросы 2, 5, 6, 8, 10, 12, 15, 17, 18, 20, то также получаете 1 балл за каждый ответ.

Если общая сумма составила 17—18 баллов или более, это говорит о том, что вы готовы к финансовому риску. Однако этот опросник лишь пример, а не окончательный диагноз.

Источник: "Risk Takers", *U.S. News & World Report*, January 26, 1987, p. 64.

вый риск; риск, связанный с покупательной способностью; процентный риск; риск ликвидности; рыночный риск; случайный риск.

Деловой риск

Деловой риск — *это степень неопределенности, связанная с созданием доходов от инвестиций, достаточных, чтобы расплатиться со всеми инвесторами, предоставившими средства.*

Деловая фирма или собственность может приносить небольшие доходы, и в результате инвестор может потерпеть неудачу или даже обанкротиться. Другими словами, когда совокупная прибыль недостаточна для погашения обязательств, владельцы компании или собственности не получают дохода. Кредиторы, однако, может быть, получат некоторую сумму (не обязательно всю) по предоставленным ими займам благодаря преференциальному режиму, который предусматривает закон. В общем, **деловой риск** связан со степенью неопределенности получения доходов от инвестиций и способностью компании платить инвесторам проценты, возвращать основную сумму долга, платить дивиденды и другие полагающиеся доходы.

Бóльшая часть делового риска, возникающего по данным инвестиционным инструментам, тесно связана с видом бизнеса. Например, деловой риск, связанный с обыкновенными акциями компаний коммунального хозяйства, отличается от того, что связан с промышленной фирмой, производящей модную одежду, или с приносящей доход недвижимостью. Существует представление, что инвестиции в одинаковые фирмы или виды собственности подвержены одинаковому деловому риску, хотя различия в управлении, издержках и местоположении могут вызывать значительные колебания уровней риска даже в случае аналогичных компаний или собственности.

Финансовый риск

Финансовый риск — *это степень неопределенности, связанная с комбинацией заемных и собственных средств, используемых для финансирования компании или собственности; чем больше доля заемных средств, тем выше финансовый риск.*

Риск, связанный с привлечением долговых инструментов для финансирования компании или имущественных вложений, называется **финансовым риском**. Чем выше доля заемных средств в финансировании компании или собственности, тем выше финансовый риск. Рост риска вызван тем, что финансирование при помощи долговых инструментов предполагает выполнение обязательств по выплате процентов, а также по возврату основной суммы долга. Такие фиксированные платежи должны быть осуществлены до распределения прибыли между владельцами компании или собственности. Неспособность выполнить обязательства, вытекающие из использования заемных средств, могла бы привести к неудачам и убыткам как для владельцев облигаций, так и для акционеров и собственников.

Риск, связанный с покупательной способностью

Инфляция — *это период повышения уровня цен.*

Покупательная способность — *это количество какого-либо товара, которое можно купить на данную сумму денег, например на 1 долл.*

Возможность изменения уровней цен в масштабах всей экономики также ведет к возникновению риска. В период повышения цен, известный как **инфляция**, **покупательная способность** доллара падает. Это означает, что на данное количество долларов в этот период можно купить меньшее количество того или иного товара, чем раньше. Например, если в прошлом году на доллар можно было купить пять плиток шоколада, то повышение их цены до 25 центов означало бы, что сегодня на тот же доллар можно купить только четыре плитки. В периоды понижения уровней цен покупательная способность доллара возрастает. В общем, инвестиционные инструменты,

чьи стоимости движутся в одном направлении с общим уровнем цен, наиболее прибыльны в периоды роста цен, в то время как те, что обеспечивают фиксированные доходы, предпочтительны в периоды падения цен или низкой инфляции. Доходы от имущественных вложений имеют тенденцию изменяться с общим уровнем цен, тогда как доходы от сберегательных счетов и облигаций — нет.

Процентный риск

Процентный риск — *это степень неопределенности в уровне курсов ценных бумаг, вызванная изменением рыночных процентных ставок; с ростом процентных ставок курсы ценных бумаг, особенно с фиксированным доходом, снижаются, и наоборот.*

Ценные бумаги, предлагающие покупателям фиксированный периодический доход, подвержены **процентному риску**. С изменением процентных ставок курсы этих ценных бумаг начинают колебаться, падая с ростом процентных ставок и возрастая с их снижением. Как мы увидим позже в гл. 9 и 10, курсы ценных бумаг с фиксированным доходом падают, когда процентные ставки поднимаются, чтобы обеспечить покупателям ту же ставку доходности, которая была бы доступна при существующих рыночных ставках процента. Увеличение курса, возникающее вслед за падением процентных ставок, является результатом того, что доходность ценной бумаги с фиксированным доходом (постоянной объявленной ставкой процента. — *Прим. науч. ред.*) подгоняется под имеющийся конкурентный уровень путем повышения рыночного курса*.

Изменения фактической ставки процента, вызывающие колебания рыночных курсов ценных бумаг, происходят в результате изменений общего соотношения предложения и спроса на деньги. Все инвестиционные инструменты фактически подвержены процентному риску. Хотя ценные бумаги с фиксированным доходом наиболее явно подвержены влиянию движений процентных ставок, другие инструменты, такие, как обыкновенные акции или имущественные вложения, тоже испытывают на себе их влияние. В общем, зависимость такова: чем выше процентная ставка, тем ниже стоимость, и наоборот.

Риск ликвидности

Риск ликвидности — *это риск, связанный с невозможностью продать за наличные деньги инвестиционный инструмент в подходящий момент и по приемлемой цене.*

Риск, связанный с невозможностью продать в подходящий момент за наличные деньги и по приемлемой цене инвестиционный инструмент, называется **риском ликвидности**. Ликвидность данного инвестиционного инструмента — важный аргумент для инвестора, желающего сохранить гибкость своего портфеля. В общем, инвестиционные инструменты, продающиеся на *"вялых" рынках*, где спрос и предложение невелики, как правило, менее ликвидны, чем те, торговля которыми ведется на *"оживленных" рынках*. Однако, чтобы быть ликвидными, инструменты инвестирования должны легко продаваться по приемлемой цене. Вообще, продать любой инвестиционный инструмент можно довольно просто, значительно снизив его цену. Например, ценная бумага, недавно купленная за 1000 долл., не считается высоколиквидной, если может быть быстро продана только по сильно сниженному курсу, например за 500 долл. Такие инструменты, как облигации и акции крупных компаний, котирующиеся на Нью-Йорк-

---

* Так, доходность и курс ценной бумаги — величины обратно пропорциональные. С ростом курса доходность ценной бумаги снижается, приближаясь к сложившемуся более низкому уровню рыночных процентных ставок. (*Прим. науч. ред.*)

ской фондовой бирже, обычно высоколиквидны. В то время как другие инструменты, такие, как изолированный необработанный участок земли, расположенный в шт. Джорджия, — нет.

Рыночный риск

Рыночный риск — *это риск изменений доходов от инвестиций, возникающий в результате факторов, независимых от данной ценной бумаги или имущественного вложения, например политических, экономических и общественных событий или изменений вкусов и предпочтений инвесторов.*

Изменения в уровне дохода от объектов инвестирования часто проистекают из **рыночного риска**. Риск вызывается рядом факторов, независимых от данной ценной бумаги или имущественного вложения, таких, как политические, экономические и общественные события или изменения во вкусах и предпочтениях инвестора. Например, несмотря на то что инвестиции в недвижимость относятся к категории высокоуправляемых, коренные сдвиги в потребительских предпочтениях относительно жилья могли бы неблагоприятно сказаться на его рыночной стоимости и, следовательно, на фактически реализованном доходе. Влияние этих рыночных факторов на инвестиционные доходы неодинаково: степень и направление изменений дохода, возникающие в результате колебаний некоторых рыночных факторов, различаются от одного объекта инвестирования к другому. Угроза войны на богатом нефтью Ближнем Востоке может привести к значительному увеличению стоимости (и, следовательно, дохода) акций производителей военной авиационной техники, в то время как стоимость акций и доход нефтяных компаний могут значительно сократиться. В сущности, рыночный риск выражается в ***изменчивости курсов*** ценных бумаг: чем более подвержен курс ценной бумаги колебаниям, тем выше рыночный риск.

Случайный риск

Случайный риск— *это риск, проистекающий из события, большей частью или целиком неожиданного, которое имеет значительное и обычно немедленное воздействие на стоимость соответствующих инвестиций.*

Случайный риск — нечто большее, чем просто слухи; он возникает, когда что-то важное происходит с компанией или собственностью и это событие само по себе оказывает неожиданное воздействие на финансовое положение. Случайный риск выходит за рамки делового и финансового риска, он может оказывать непосредственное и значительное влияние на доход и не обязательно означает, что дела компании или на рынке не в порядке. Наоборот, он подразумевает событие, которое в большой степени неожиданно, оказывает значительное и обычно немедленное воздействие на соответствующую стоимость инвестиций. Два хороших примера случайного риска — это поглощение компании и так называемый выкуп компании за счет заемного капитала. Оба эти события обычно требуют использования огромных сумм долгового финансирования и в результате представляют настоящий риск для консервативных инвесторов, вкладывающих деньги в облигации. Взять, к примеру, примечательное событие: выкуп в 1989 г. "Ар-джи-ар Набиско" компанией "Кёлберг, Крэвис, Робертс энд компани". В этом случае сложилась ситуация, когда долговые средства, преобладавшие в выкупе, в один момент превратили высококачественные облигации в ценные бумаги второго сорта. Несмотря на то что этот выкуп оказал позитивное воздействие на курсы акций, удар по держателям облигаций был ***разрушительным*** — рыночная стоимость облигаций "Ар-джи-ар" стремительно упала почти на 20% за два дня. Случайный риск может принимать разные формы и воздействовать на все ви-

ды инвестиционных инструментов, хотя, к счастью, его влияние в большинстве случаев носит локальный характер, затрагивая лишь определенные компании или объекты собственности. Например, в случае с "Арджи-ар Набиско" выкуп затронул облигации только одной компании.

Фактор "бета" — современный измеритель риска

В течение приблизительно 25 последних лет была проделана большая теоретическая работа по измерению риска и его использованию в оценке доходности. Двумя ключевыми компонентами этой теории являются *фактор "бета"* — измеритель риска и *модель оценки доходности активов (capital asset pricing model, CAPM)*, связывающая измеренный с помощью фактора "бета" риск с уровнем требуемой (или ожидаемой) доходности. Прежде чем рассматривать, что такое фактор "бета" и как он применяется, покажем, что подразумевается под диверсифицируемым и недиверсифицируемым риском.

Основные виды риска

Диверсифицируемый риск — *это часть инвестиционного риска, проистекающего из неконтролируемых или случайных событий, но устранимого путем диверсификации; также называется несистематическим риском.*

Несистематический риск — *это синоним диверсифицируемого риска.*

Недиверсифицируемый риск — *это риск, связанный с силами, воздействующими на все инвестиционные инструменты, и не являющийся уникальным для конкретного инструмента; также называется систематическим риском.*

Систематический риск — *это синоним недиверсифицируемого риска.*

Совокупный риск инвестиций содержит два компонента: диверсифицируемый и недиверсифицируемый риск. **Диверсифицируемый риск**, который иногда называют **несистематическим риском**, представляет собой ту часть инвестиционного риска, которая может быть устранена в результате диверсификации*.

Он проистекает из неконтролируемых или случайных событий (таких, как забастовки, судебные процессы и меры регулирования), по-разному влияющих на различные инвестиционные инструменты. **Недиверсифицируемый**, или **систематический, риск** связан с такими явлениями, как война, инфляция, политические события, которые одинаково затрагивают все инвестиционные инструменты и, следовательно, не являются уникальными именно для конкретного инструмента. Отношения между совокупным риском, диверсифицируемым и недиверсифицируемым риском представлены следующим равенством:

Совокупный риск = Диверсифицируемый риск + Недиверсифицируемый риск.

Поскольку любой разумный инвестор может устранить диверсифицируемый риск, обеспечивая себе диверсифицированный портфель ценных бумаг, *единственным риском, который следует принимать во внимание, остается недиверсифицируемый риск.* Исследования показали, что, если тщательно отобрать 8—15 ценных бумаг для портфеля активов, диверсифицируемый риск может быть устранен или почти устранен. Недиверсифицируемый, или систематический, риск, который подобен рыночному риску, рассмотренному ранее, неотвратим. Каждой ценной бумаге присущ собственный уровень недиверсифицируемого риска, который мы можем измерить при помощи фактора "бета".

* Диверсификация означает сознательный подбор комбинаций инвестиционных инструментов, когда достигается не просто их разнообразие, но и определенная взаимозависимость динамики ставок их доходности. *(Прим. науч. ред.)*

Понятие фактора "бета"

Фактор "бета" — *это измеритель недиверсифицируемого риска, который отражает, как курс ценной бумаги реагирует на рыночные силы; определяется путем анализа взаимосвязей фактической доходности ценной бумаги с фактической рыночной доходностью; чем выше "бета", тем выше риск ценной бумаги.*

Рыночная доходность — *это средняя доходность всех или большой выборки акций, аналогичной значению составного фондового индекса "Стэндард энд пур'з 500".*

Фактор "бета" — измеритель недиверсифицируемого, или рыночного, риска*; показывает, как реагирует курс ценной бумаги на рыночные силы: чем более отзывчив курс ценной бумаги на изменения рынка, тем выше фактор "бета" для этой ценной бумаги. Фактор "бета" рассчитывают, опираясь на взаимосвязь фактической доходности ценных бумаг и фактической рыночной доходности. **Рыночная доходность** обычно измеряется как средний показатель доходности всех (или большой выборки) акций. Средняя доходность всех акций, входящих в составной фондовый индекс "Стэндард энд пур'з 500" или какие-либо другие всеобъемлющие фондовые индексы, наиболее часто используется для измерения рыночной доходности. Фактор "бета" для всего фондового рынка** равен 1; все другие значения фактора "бета" рассматриваются по отношению к этой величине. В табл. 5.15 показаны некоторые значения фактора "бета" и соответствующая их интерпретация. Как можно видеть, "бета" имеет как положительное, так и отрицательное значение, хотя почти все фактические значения "беты" обычно положительны, и большинство акций имеет "бету" в диапазоне от 0,5 до 1,75. Для иллюстрации ниже перечислены факторы "бета" для наиболее распространенных акций. Обратите внимание на то, что это реальные значения "беты" из исследования агентства "Вэлью Лайн" для середины 1989 г.

Компании-эмитенты	"Бета"	Компании-эмитенты	"Бета"
"Американ гритингз"	0,95	"Истмэн кодак"	0,90
"Атлас корпорейшн"	0,75	"Форд мотор"	1,20
"Банк оф Бостон"	1,20	"Б.Ф. Гудрих"	1,35
"Бриггз энд Стрэттон"	1,00	"Грейхаунд корпорейшн"	1,00
"Чемпион интернэшнл"	1,25	"Гавайан электрик"	0,65
"Цинциннати белл"	0,85	"Лотус девелопмент"	1,55
"Компэк компьютер"	1,50	"Мэйтаг корпорейшн"	1,05
"Диджитал эквипмент"	1,20	"Юнайтед грэндз"	0,70
"Дисней"	1,20	"Юнайтед телеком"	0,85
"Доу кемикл"	1,20	"Виннебэго индастриз"	1,45

Многие крупные брокерские фирмы, как и издательства подписных финансовых изданий (подобно "Вэлью Лайн"), публикуют факторы "бета" для широкого спектра ценных бумаг. Доступность подсчитанных значений "беты" для ценных бумаг увеличила степень использования этого показателя в оценке инвестиционного риска. В общем, чем выше "бета", тем более рискованна ценная бумага. Положительный или отрицательный знак, предшествующий значению "беты", выражает только одно: изменяется ли доходность от акций в том же направлении, что и значение рыночной доходности

* Рыночным его называют потому, что систематический риск отражает процессы самой рыночной системы. Кроме того, в расчетах этого фактора используется показатель доходности так называемого рыночного портфеля. *(Прим. науч. ред.)*

** В данном случае под рынком автор имеет в виду так называемый *рыночный портфель*, главная особенность которого состоит в том, что он является идеально диверсифицированным, следовательно, в нем устранены все диверсифицируемые риски. Таким образом, рыночный портфель является носителем только неустранимого, систематического риска, поэтому его фактор "бета" равен 1, а "бета" отдельной компании рассматривается как показатель ее систематического риска. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 5.15 Выборочные значения фактора "бета" и их интерпретация

"Бета"	Комментарий	Интерпретация*
2,0	Движутся в том же направлении, что и рынок	В два раза более отзывчивы на изменения, чем рынок
1,0		Так же отзывчивы, или рискованны, как и рынок
0,5		Вдвое менее отзывчивы, чем рынок
0		Не затрагиваются изменениями рынка
– 0,5	Движутся в противоположном направлении по сравнению с рынком	Вдвое менее отзывчивы, чем рынок
– 1,0		Так же отзывчивы, или рискованны, как и рынок
– 2,0		В два раза более отзывчивы на изменения, чем рынок

* Акции, которые в два раза более отзывчивы на изменения, чем рынок, будут испытывать 2%-е изменение доходности на каждый процент изменений в доходности рыночного портфеля; доходность акций, которые наполовину менее отзывчивы, чем рынок, будет испытывать изменения в 0,5% при каждом изменении доходности рыночного портфеля на 1%.

(положительное значение), или в противоположном направлении (отрицательное значение). Значение "беты" в формировании портфеля ценных бумаг и наблюдении за ним будет детально рассмотрено в гл. 16.

Трактовка фактора "бета"

Для индивидуального инвестора фактор "бета" полезен при оценке рыночного риска и для понимания влияния, которое может оказывать рынок на ожидаемую доходность акций. "Бета" показывает тип реакции ценной бумаги на действия рыночных сил. Например, если предполагается, что рыночные процессы приведут к 10%-му росту ставки доходности в течение последующего периода, тогда на акции со значением "беты" 1,5 ожидалось бы увеличение дохода в течение этого периода приблизительно на 15% (1,5 × × 10%). (Поскольку "бета" для данных акций больше 1, их доходность более динамична, чем доходность рынка в целом.)

Для акций, у которых значение "беты" положительно, увеличение рыночной доходности приводит к росту доходности ценных бумаг. К сожалению, уменьшение рыночной доходности соответственно означает уменьшение доходности ценных бумаг, в этом-то и заключается риск. В предыдущем примере, если ожидается падение рыночной доходности на 10%, то по акциям с "бетой" 1,5 ожидается уменьшение доходности на 15%. Поскольку "бета" для этих акций больше 1, они сильнее реагируют, чем рынок, испытывая 15%-е снижение их доходности по сравнению с 10%-м снижением доходности рыночного портфеля. Акции, "бета" которых меньше 1, конечно, будут менее отзывчивы на изменения рыночной доходности и, следовательно, считаются менее рискованными. Например, по акциям, "бета" которых равна 0,5, будет наблюдаться увеличение или уменьшение доходности, составляющее примерно половину от изменения

рыночной доходности; так, если рынок испытывает падение доходности на 8%, доходность таких акций, возможно, снизится только на 4%.

Теперь суммируем некоторые важные характеристики фактора "бета".

1. "Бета" измеряет недиверсифицируемый, или рыночный, риск, связанный с ценной бумагой.
2. "Бета" для рынка в целом равна 1.
3. Акции могут иметь как положительные, так и отрицательные значения "беты", но почти все они положительны.
4. Акции, у которых "бета" больше 1, более отзывчивы на изменения рыночной доходности и, следовательно, более рискованны, чем рынок в целом; акции, у которых "бета" меньше 1, менее рискованны, чем рынок.
5. Чем выше "бета" для акций, тем из-за высокого риска выше уровень ожидаемой доходности, и наоборот.

Использование фактора "бета" для оценки доходности

Модель оценки доходности активов (*CAPM*) *— это модель, которая помогает инвесторам оценивать альтернативы "риск — доходность" при принятии инвестиционного решения; использует фактор "бета" и рыночную доходность для определения требуемой доходности ценных бумаг.*

Модель оценки доходности активов* (*CAPM*) использует фактор "бета" для того, чтобы формализованно связать понятие риска и доходности. Модель была разработана для объяснения динамики курсов на ценные бумаги и обеспечения механизма, посредством которого инвесторы могут оценивать влияние инвестиций в предполагаемые ценные бумаги на риск и доходность их портфеля. Мы можем использовать данную модель для понимания основной альтернативы "риск — доходность", возникающей при принятии различных инвестиционных решений. Модель может быть представлена и уравнением, и графически в виде так называемой кривой рынка ценных бумаг (*Security Market Line, SML*).

Уравнение модели

Фактор "бета" как измеритель недиверсифицируемого риска используется в модели оценки доходности активов (*CAPM*) для определения требуемой нормы доходности инвестиций в соответствии со следующим уравнением:

$$\text{Требуемая доходность} = \begin{matrix}\text{Доходность}\\ \text{безрисковых}\\ \text{активов}\end{matrix} + \left[\text{“Бета”} \times \left(\begin{matrix}\text{Рыночная}\\ \text{доходность}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Доходность}\\ \text{безрисковых}\\ \text{активов}\end{matrix}\right)\right],$$

где

требуемая доходность — это требуемая доходность инвестиций при данном уровне риска, измеренного с помощью фактора "бета";

доходность безрисковых активов — это доходность, которая может быть получена на свободные от риска инвестиции, обычно измеряемая как доходность векселей Казначейства США;

рыночная доходность — это средняя доходность всех ценных бумаг (обычно измеряется средней доходностью всех ценных бумаг, включаемых в составной фондовый индекс "Стэндард энд пур'з 500" или какой-либо другой всеобъемлющий фондовый индекс).

* Модель разработана американским экономистом Уильямом Шарпом и широко известна во всем мире именно в английском варианте сокращения как *CAPM*. Поэтому и для российского читателя мы сохраняем ее оригинальное, авторское название. (*Прим. науч. ред.*)

Следует отметить, что требуемая доходность для данной ценной бумаги растет с увеличением ее фактора "бета"*.

Применение модели может быть проиллюстрировано следующим примером. Предположим, ценная бумага с фактором "бета" 1,25 рассматривается в тот момент, когда ставка безрисковых активов составляет 6%, а рыночная доходность — 10%. Подставляя эти данные в уравнение *САРМ*, получаем:

Требуемая доходность = 6% + [1,25 × (10% – 6%)] = 6% + [1,25 × 4%] =
= 6% + 5% = 11%.

Таким образом, инвестору следовало бы ожидать доходности данных инвестиций в 11% в качестве компенсации за риск, который приходится допускать при значении фактора "бета" 1,25. Если бы фактор "бета" был ниже, скажем равнялся 1, то требуемая доходность составила бы 10% {6% + [1,0 × × (10% – 6%)]}, а если бы фактор "бета" был выше, скажем равнялся 1,5, то требуемая доходность составила бы 12% {6% + [1,5 × (10% – 6%)]}. Понятно, что модель отражает прямые функциональные связи между риском и доходностью, поскольку, чем выше риск ("бета"), тем выше требуемая доходность.

Графическая интерпретация: кривая рынка ценных бумаг

Кривая рынка ценных бумаг — *это графическое изображение модели оценки доходности активов; отражает требуемую доходность инвестора для определенного уровня недиверсифицируемого риска, измеренного фактором "бета".*

Графическое выражение модели оценки доходности активов (*САРМ*) называется **кривой рынка ценных бумаг** (*SML*). Перенося параметры модели в систему координат, мы обнаружили бы, что кривая рынка ценных бумаг действительно будет прямой линией. Она показывает требуемую доходность, которую получил бы инвестор на фондовом рынке, для каждого уровня недиверсифицируемого риска. Модель можно построить, просто вычислив требуемую доходность для разных значений фактора "бета", оставляя ставку доходности безрисковых активов и рыночную доходность постоянными. Например, как мы видели ранее, при ставке доходности безрисковых активов, равной 6%, и рыночной доходности в 10% требуемая доходность будет равна 11%, когда фактор "бета" равен 1,25. Увеличьте фактор "бета" до 2 — и требуемая доходность будет составлять 14% {6% + [2 × × (10% – 6%)]}. Аналогично мы можем найти требуемую доходность для

* Как и любая другая, данная модель также была выведена ее автором, американским экономистом У. Шарпом, при целом ряде допущений. Авторы данной книги не рассматривают их в тексте, однако следовало бы подчеркнуть, что именно в этой системе логических ограничений справедливо представлено уравнение требуемой нормы доходности. Модель построена на предположении эффективного рынка ценных бумаг и совершенной конкуренции инвесторов, именно поэтому ее главный принцип формулируется весьма жестко: инвестор должен вознаграждаться лишь за систематический риск. Но реальная жизнь не укладывается подчас в рамки логических ограничений этой модели, и фактические ставки доходности акций далеко не всегда совпадают с рассчитанными по модели *САРМ*. Это несовпадение остается до сих пор предметом дискуссий специалистов-теоретиков. В практических же справочниках параметры регрессионного анализа, на основе которого рассчитывается *уравнение кривой рынка ценных бумаг*, публикуются аналитическими агентствами достаточно подробно. Помимо фактора "бета" в справочниках агентств обычно приводят: фактор α (альфа-вклад), который отражает процент изменения курсов данных акций за период, равный интервалу расчета доходности акций и рыночного портфеля; R^2 (R-квадрат — остаточная дисперсия), показывающий вклад рыночных процессов в изменение курсов данных акций. Наконец, ряд агентств, например "Вэлью Лайн", приводит *скорректированный фактор "бета"*, отражающий тенденцию и меру сближения фактора "бета" данной компании с общерыночным показателем, т.е. фактор "бета" рыночного портфеля, который равен 1. *(Прим. науч. ред.)*

различных значений фактора "бета" и закончить следующими комбинациями риска ("бета") и требуемой доходности:

Риск ("бета")	Требуемая доходность (в %)
0,0	6
0,5	8
1,0	10
1,5	12
2,0	14
2,5	16

Нанося эти величины на график ("бета" — по горизонтальной оси, а требуемая доходность — по вертикальной), мы могли бы получить прямую линию, как на рис. 5.2. Из графика видно, что риск ("бета") увеличивается с ростом требуемой доходности, и наоборот.

Оценка риска

Хотя существует много способов оценки риска данного инвестиционного инструмента, инвесторы должны как-то связать его риск не только с ожидаемой доходностью, но также со своей собственной склонностью к риску. Так что процесс оценки состоит не в том, чтобы вычисленную величину риска сравнивать с максимальным уровнем риска, связанного с инвестициями, создающими данную доходность. Скорее индивидуальный инвестор склонен

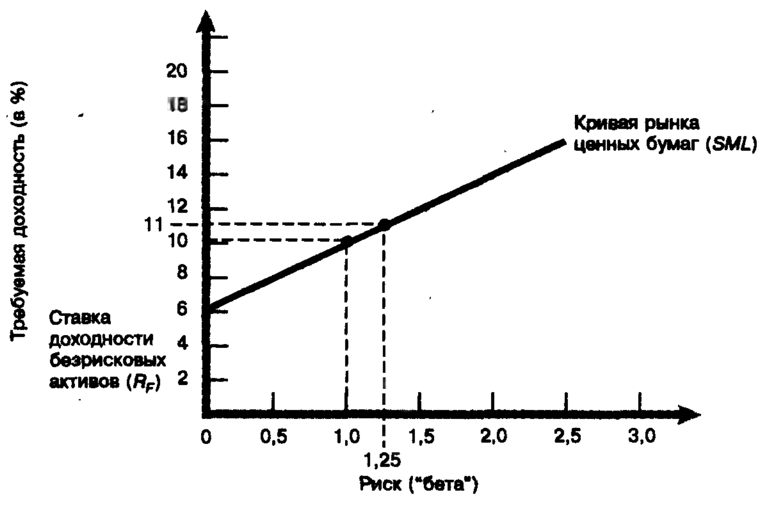


РИС. 5.2. Кривая рынка ценных бумаг (*SML*)

Кривая рынка ценных бумаг ясно показывает компромисс между риском и доходностью. При факторе "бета", равном 0, требуемая доходность равна ставке доходности безрисковых активов 6%, а при факторе "бета", равном 1, — рыночной доходности 10%. При этих значениях требуемая доходность инвестиций, для которых "бета" равна 1,25, составляет 11%.

находить ответы на следующие вопросы: стоит ли подвергаться такому риску, чтобы получить ожидаемую доходность? Может ли он получить более высокую доходность при таком же риске или нельзя ли при более низком риске получить тот же самый уровень доходности? Анализ общих характеристик "риск — доходность" для альтернативных объектов инвестирования, вопрос о приемлемости уровня риска и процесс принятия решений помогут пролить свет на сущность оценки риска.

Характеристики "риск — доходность" альтернативных объектов инвестирования

Существует множество типов взаимосвязи "риск — доходность" для инвестиционных инструментов. Некоторые обыкновенные акции предлагают невысокую доходность в сочетании с низким риском; другие демонстрируют высокую доходность и высокий риск. В общем, характеристики "риск — доходность" для каждого из основных инструментов могут быть представлены в системе координат "риск — доходность", как показано на рис. 5.3. Таким образом, инвестор может выбирать из большого числа инструментов, каждый из которых имеет свои характеристики взаимосвязи "риска и доходности". Конечно, в пределах каждого вида или категории инвестиционных инструментов существуют различные специфические сочетания риска и доходности. Другими словами, если выбран подходящий вид инструмента, необходимо еще принять решение относительно того, какую именно ценную бумагу следует приобрести.

Приемлемый уровень риска

Из-за различных предпочтений инвесторов невозможно точно установить общий приемлемый уровень риска. На рис. 5.4 графически изображены три основных типа поведения инвесторов по отношению к риску — безразличный к риску, не расположенный к риску, принимающий риск. Из графика видно, что, пока риск заключен в пределах от x_1 до x_2 для инвестора, **безразличного к риску**, требуемая доходность не изменяется. Иначе говоря, изменения в доходности в данном случае не используются в качестве компенсации за увеличивающийся риск. Для **не расположенного к риску** инвестора требуемая доходность увеличивается с ростом риска. Для **принимающего риск** инвестора требуемая доходность уменьшается с ростом риска. *Большинство инвесторов не расположены к риску, и при увеличении риска они требуют увеличения дохода.* Конечно, величина доходности, требуемой каждым инвестором при конкретном возрастании риска, различается в зависимости от того, насколько инвестор не расположен к риску (на графике это отношение к риску выражается через наклон прямой). Хотя теоретически расположенность к риску каждого инвестора может быть измерена, на практике индивидуальные инвесторы склонны принимать только такой риск, в условиях которого они чувствуют себя комфортно. Более того, обычно инвесторы скорее консервативны, чем агрессивны, при принятии решений с высоким риском.

Безразличный к риску — *это тип инвестора, который не требует более высокой доходности инвестиций в обмен на более высокий риск.*

Не расположенный к риску — *это тип инвестора, который требует более высокой доходности в обмен на более высокий риск.*

Принимающий риск — *это тип инвестора, который согласен на более низкую доходность в обмен на более высокий риск.*

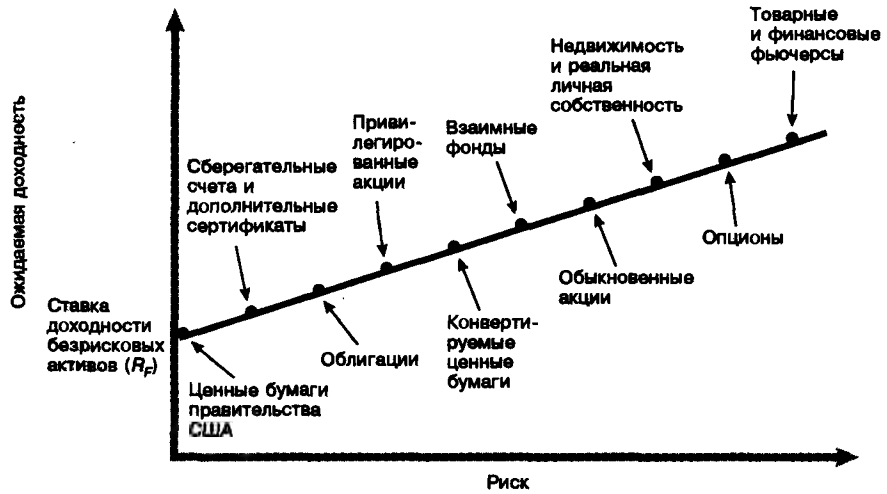


РИС. 5.3. **Альтернатива "риск — доходность" для различных инвестиционных инструментов**

Альтернатива "риск — доходность" такова, что при более высоком риске ожидается и более высокая доходность, и наоборот. Инструментами инвестирования вида "низкий риск — низкая доходность" являются ценные бумаги правительства США, сберегательные счета и т.д.; инструменты вида "высокий риск — высокая доходность" включают недвижимость, реальную личную собственность, опционы, товарные и финансовые фьючерсы.

Процесс принятия решений

В процессе принятия решений инвесторам следовало бы придерживаться определенной последовательности при выборе альтернативных инвестиционных инструментов.

1. Используя прошлые и прогнозируемые данные, оценить ожидаемую доходность в течение данного периода владения активом. Рассчитать полную доходность (на основе приведенной стоимости), для того чтобы убедиться, что стоимости денег во времени уделено должное внимание.
2. Используя прошлые и прогнозируемые данные о доходности, оценить риск, связанный с инвестициями. Использование субъективной оценки риска на основе прошлых данных о доходности и фактора "бета" (для акций) — базовые подходы, которые может применить индивидуальный инвестор.
3. Оценить соотношение "риск — доходность" каждого из альтернативных инвестиционных инструментов, чтобы убедиться в том, что ожидаемая доходность при данном уровне риска приемлема. Если другие инструменты инвестиций с равновеликим или более низким уровнем риска обеспечивают равную или более высокую доходность, вложение денег в первоначально отобранный инструмент не должно считаться приемлемым.
4. Выбирать инвестиционные инструменты, которые предлагают самую высокую доходность при допустимом для инвестора уровне риска. Поскольку большинство инвесторов не расположены к риску, они скорее

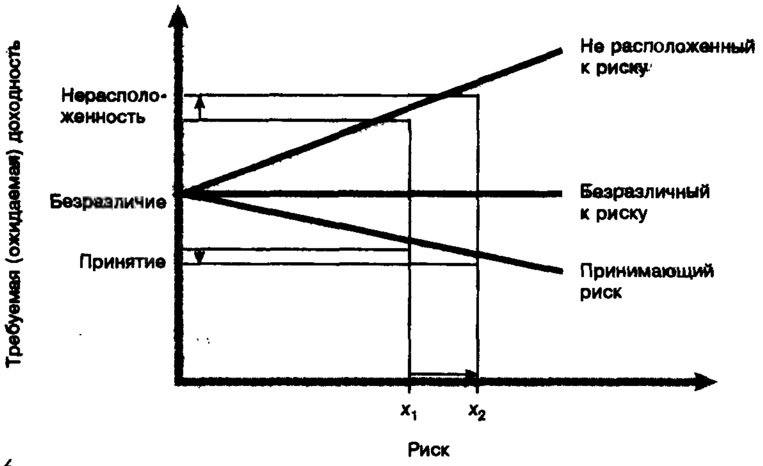


РИС. 5.4. Функции рисковых предпочтений

Инвестор, безразличный к риску, не требует изменений в доходности при данном увеличении риска, в то время как не расположенный к риску инвестор склонен требовать роста доходности при данном увеличении риска, а принимающий риск инвестор готов поступиться частью дохода при данном увеличении риска. Большинство инвесторов относятся ко второму типу.

приобретут инструменты с более низким риском, получая более низкие инвестиционные доходы. Когда инвесторы получают самую высокую доходность при приемлемом уровне риска, это значит, что им удалось осуществить "хорошие инвестиции".

Вероятно, самым сложным этапом этого процесса является оценка риска. На инвестиционное решение будут влиять помимо соображений о риске и доходности такие факторы, как налоги, ликвидность и состав портфеля. Эти вопросы мы рассмотрим в последующих главах.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Доход может рассматриваться как вознаграждение за инвестирование. Общий доход от инвестирования включает текущий доход и прирост капитала (или убыток). Чаще всего доходность вычисляется на основе прошлых данных и затем используется для планирования ожидаемого дохода.
- Уровень доходности, обеспечиваемый данным инвестиционным инструментом, зависит от внутренних характеристик, таких, как тип инструмента, и внешних сил, таких, как война, дефициты и т.п. Влияние инфляции на процентные ставки может значительным образом воздействовать на инвестиционный доход.
- Стоимость денег во времени — важная концепция, которую следует учитывать при оценке инвестиционных доходов. Альтернативная возможность получить проценты, которые представляют собой главный

вид дохода лиц, делающих сбережения, обеспечивает основу использования концепции стоимости денег во времени в процессе измерения инвестиционных доходов.

- Проценты можно рассчитывать либо на основе метода простых процентов, согласно которому объявленная ставка процента будет равна действительной ставке, либо на основе метода сложных процентов, при котором в случае начисления один раз в год объявленная и действительная ставки процента будут равны. При более дробном начислении процентов по объявленной ставке действительная ставка процента возрастает.

- Будущая стоимость текущей суммы денег может быть найдена с использованием концепции сложных процентов. Вдобавок эта концепция может быть использована для определения будущей стоимости аннуитета, являющегося потоком равных поступлений денежных средств.

- Приведенная стоимость будущей суммы — это количество денег, размещенных сегодня на счете, по которому начисляются проценты по ставке, которая позволила бы увеличить ее до определенной суммы в будущем. Приведенная стоимость потоков будущих доходов может быть найдена суммированием приведенных стоимостей индивидуальных доходов. Приемлемым вложением является то, у которого приведенная стоимость доходов превышает приведенную стоимость затрат.

- Период владения активом — приемлемый период, за который измеряют прошлый или ожидаемый доход от инвестирования. Доходность за период владения активом *(HPR)* — это доходность в течение установленного периода. Часто используется для сравнения доходов, получаемых в течение года и менее.

- Полная доходность, или внутренняя ставка окупаемости *(IRR)*, — это действительная ставка доходности долгосрочных инвестиций. Если полная доходность выше или равна соответствующей ставке дисконта, то инвестиции будут приемлемыми. Важный принцип применения полной доходности состоит в способности инвестора получить доходность, равную вычисленной полной доходности, на все доходы, полученные от данных инвестиций и реинвестированные в течение периода владения активом. Доходность инвестиций можно также оценивать с помощью формулы приблизительной доходности.

- Риск — это вероятность того, что фактический инвестиционный доход будет отличаться от ожидаемого. Между риском и доходом существует компромисс. Совокупный риск проистекает из ряда источников, таких, как деловой риск, финансовый риск, риск покупательной способности, процентный риск, риск ликвидности, рыночный риск и случайный риск.

- Для измерения недиверсифицируемого, или рыночного, риска, связанного с вложениями в ценные бумаги, используется фактор "бета". Модель оценки доходности активов *(CAPM)*, которая может быть изображена графически в виде кривой рынка ценных бумаг *(SML)*, сопоставляет риск (выраженный через "бету") и доходность. Модель отражает возрастание требуемой доходности по мере роста риска.

- В общем, каждому виду инвестиционных инструментов присущи определенные характеристики "риск — доходность". Большинство инвесторов не расположены к риску, т.е. в обмен на рост риска они требуют более высокой доходности. Окончательное инвестиционное решение принимается в результате сопоставления рисковых предпочтений инвестора с ожидаемыми данными о доходности и риске, связанными с конкретными инвестициями.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Объясните, что подразумевается под инвестиционным доходом. Почему инвестору следовало бы стремиться получать положительный доход?

2. Дайте определение текущего дохода и прироста капитала (или убытка) и покажите различия между ними; если вы купили акцию за 50 долл. год назад и продали ее сегодня за 60 долл., а в течение года три раза получили дивиденды в сумме 2,7 долл., рассчитайте:

   а) текущий доход;
   б) прирост капитала (или убыток);
   в) совокупный доход.

3. Используя данные, приведенные ниже:

   а) вычислите совокупный доход (в долл.) для каждого года;
   б) укажите уровень доходности, который вы ожидали бы в 1991 и 1992 гг.;
   в) прокомментируйте ваши прогнозы.

		Рыночная стоимость (цена)	
Год	Доход (в долл.)	в начале года (в долл.)	в конце года (в долл.)
1986	1,00	30,00	32,50
1987	1,20	32,50	35,00
1988	1,30	35,00	33,00
1989	1,60	33,00	40,00
1990	1,75	40,00	45,00

4. Определите, объясните и противопоставьте следующие понятия:

   а) процент;
   б) простой процент;
   в) сложный процент.

5. Для следующих операций на сберегательном счете рассчитайте:

   а) остаток на конец года (предполагая, что остаток на 31 декабря 1989 г. — нулевой);
   б) ежегодный процент, используя метод простых процентов, ставку 6% и предполагая, что проценты снимаются со счета сразу после начисления;
   в) действительную ставку процента и сравните ее с объявленной ставкой. Прокомментируйте полученные результаты.

Дата	Взнос (изъятие) (в долл.)
01.01.90	5000
01.01.91	(4000)
01.01.92	2000
01.01.93	3000

6. Опишите, сравните и противопоставьте концепции будущей и приведенной стоимостей. Объясните роль ставки дисконтирования (или альтернативных издержек) в вычислениях приведенной стоимости.

7. Используя соответствующие таблицы факторов наращения из приложения Б, рассчитайте:

а) будущую стоимость 300 долл., внесенных на счет на 12 лет с ежегодной выплатой 7%;

б) будущую стоимость к концу 6 лет 800-долларового ежегодного взноса на счет, по которому выплачивается 7% годовых в конце года.

8. Используя соответствующие таблицы факторов дисконтирования из приложения Б, подсчитайте:

а) приведенную стоимость 500 долл., которые предполагается получить через 4 года, используя ставку дисконтирования 11%;

б) приведенную стоимость следующих потоков доходов (проценты начисляются в конце года), используя 9%-ю ставку дисконтирования и предполагая, что теперь начало 1991 г.

Год	Поток А (в долл.)	Поток Б (в долл.)
1991	80	140
1992	80	120
1993	80	100
1994	80	80
1995	80	60
1996	80	40
1997	80	20

9. Определите, что понимается под периодом владения активом, и объясните, почему полезно использовать периоды владения одинаковой продолжительности при сравнении альтернативных объектов инвестирования.

10. Рассчитайте доходность за период владения активом (*HPR*) для указанных ниже двух вариантов инвестиций. Какая часть дохода, по всей видимости, *не* будет реализована, если вы будете продолжать держать каждый из этих инструментов более одного года? Какой инструмент вы предпочли бы, допуская, что они подвержены одинаковому риску? Объясните.

	Объект инвестирования (в долл.)	
	X	*Y*
Наличность, полученная в кварталах:		
I	1,00	0
II	1,20	0
III	0	0
IV	2,30	2,00
Инвестиционная стоимость:		
на конец года	29,00	56,00
на начало года	30,00	50,00

11. Предположим, что вы вкладываете сегодня 5000 долл. в инвестиционный инструмент, который обещает принести вам 9000 долл. через 10 лет. На основании этого:

а) используйте метод приведенной стоимости для оценки доходности этого вложения;

б) примените формулу приблизительной доходности, чтобы оценить доходность этого инструмента;

в) если требуемая минимальная доходность равна 9%, рекомендовали бы вы такой инвестиционный инструмент?

12. Объясните, почему вы должны получать 10% на все доходы от инвестиций в течение периода владения, чтобы полная доходность данного инструмента *(IRR)* фактически равнялась 10%?

13. Предположим, что поток доходов от инвестиций Б в вопросе 8 может быть приобретен в начале 1991 г. за 1000 долл. и продан в конце 1997 г. за 1200 долл. Рассчитайте приблизительную доходность этих инвестиций. Если требуемая минимальная доходность составляет 9%, рекомендовали бы вы такие инвестиции? Объясните.

14. Объясните, как могут быть использованы величины приведенной стоимости, или полной доходности *(IRR)*, для определения приемлемости инвестиций. Используя следующие данные, определите, какие из инвестиций приемлемы, если такие есть. Объясните ваше решение.

	Инвестирование		
	А	Б	В
Затраты (в долл.)	200	160	500
Соответствующая ставка дисконтирования (в %)	7	10	9
Приведенная стоимость доходов (в долл.)	—	150	—
Доходность (в %)	8	—	8

15. Определите, что такое риск. Объясните, что подразумевается под альтернативой "риск — доходность". Что происходит с требуемой ставкой доходности при увеличении риска? Объясните.

16. Определите и кратко опишите каждый из следующих источников риска:

а) деловой риск;
б) финансовый риск;
в) риск покупательной способности;
г) процентный риск;
д) риск ликвидности;
е) рыночный риск;
ж) случайный риск.

17. Объясните, что такое фактор "бета". Назовите и опишите две составляющие общего риска. Какой риск измеряется фактором "бета"? Объясните.

18. Объясните, что такое рыночная доходность. Где ее можно получить? Какие значения обычно имеет фактор "бета"? Какие значения наиболее распространены: положительные или отрицательные? Объясните.

19. Предположим, что значения фактора "бета" для ценных бумаг А, Б, В такие, как представлены ниже:

Ценная бумага	"Бета"
А	1,40
Б	0,80
В	–0,90

а) подсчитайте изменения доходности для каждой ценной бумаги, если рыночная доходность увеличивается на 13,2% в течение следующего периода;

б) подсчитайте изменения доходности для каждой ценной бумаги, если рыночная доходность уменьшается на 10,8% в течение следующего периода;

в) ранжируйте и объясните относительный риск каждой ценной бумаги, основываясь на полученных вами результатах. Какая ценная бумага могла бы иметь лучшую динамику доходности в случае экономического спада? Объясните.

20. Текущая ставка безрисковых активов — 7%, а рыночная доходность — 12%. Предположим, вы рассматриваете следующие инвестиционные инструменты со значениями фактора "бета", данными ниже:

Инвестиционные инструменты	"Бета"
A	1,50
B	1,00
C	0,75
D	0
E	2,00

а) какой инструмент наиболее рискованный? наименее рискованный?
б) используйте модель оценки доходности активов *(CAPM)*, чтобы найти требуемую доходность для каждого инструмента;
в) постройте кривую рынка ценных бумаг, используя полученные вами данные;
г) основываясь на полученных результатах, объясните, какое соотношение существует между риском и доходностью.

21. Покажите различия трех основных типов расположения инвесторов к риску — безразличный к риску, не расположенный к риску и принимающий риск. Какой из этих типов поведения присущ большинству инвесторов? Объясните. Каким образом предпочтения инвесторов относительно риска обычно принимают во внимание в процессе принятия инвестиционных решений?

22. Опишите основные ступени процесса принятия инвестиционных решений. Не забудьте упомянуть, как могут измеряться доходы и риск и как они могут использоваться для выбора группы приемлемых, или "разумных", инвестиций, из которых производится окончательный отбор.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

5.1. Дэйв Соломон спрашивает: А или Б?

Дэйв Соломон, 23-летний учитель математики в высшей школе Хавьер, недавно получил возврат налога в 1100 долл. Поскольку в настоящий момент Дэйв не нуждается в этих деньгах, он решил осуществить долгосрочное инвестирование. После анализа большого числа вариантов инвестирования стоимостью не более 1100 долл. Дэйв выбрал два, которые показались ему наиболее подходящими. Каждый вид инвестиций (1050 долл.) предположительно должен был приносить доход в течение 10 лет. Инвестирование вида А обеспечивало относительно известный поток дохода, в то время как в доходе от инвестирования вида Б Дэйв был менее уверен. Выбирая приемлемый вариант, Дэйв обнаружил, что соответствующая ставка дисконтирования для инвестиций относительно предсказуемой динамики составляет 12%. Поскольку он немного сомневается в инвестициях вида Б, он оценил, что такие инвестиции должны обеспечивать доходность, по крайней мере, на 4% *выше*, чем инвестиции вида А. Хотя Дэйв планировал реинвестировать средства, полученные от инвестиций, в другие инструменты, обеспечивающие аналогичные доходы, он пожелал положить оставшиеся 50 долл. (1100 долл. – 1050 долл.) на сберегательный счет на полные 10 лет под 8% при ежегодной капитализации процентов. Чтобы принять инвестиционное решение, Дэйву надо ответить на вопросы, которые последуют за данными об ожидаемой доходности инвестиций.

Год	Ожидаемые доходы (в долл)	
	А	Б
1991	150	100
1992	150	150
1993	150	200
1994	150	250
1995	150	300
1996	150	350
1997	150	300
1998	150	250
1999	150	200
2000	1150	150

Вопросы

1. Предполагая, что инвестиции видов А и Б одинаково рискованные, а также используя 12%-ю ставку дисконтирования, примените метод приведенной стоимости для оценки приемлемости каждого инструмента инвестиций и для выбора более предпочтительного из них. Объясните полученные результаты.
2. Учитывая тот факт, что инвестиции вида Б более рискованны, чем инвестиции вида А, переоцените альтернативы, используя ставку дисконтирования для инвестиций вида Б в 16%. Сравните ваши результаты с решением о приемлемости и предпочтительности инвестиций, найденным в вопросе 1.
3. По результатам, полученным в ответах на вопросы 1 и 2, определите, выше или ниже 12% будет полная доходность инвестиций *(IRR)* вида А, а для инвестиций вида Б — выше или равна 16%. Какова приблизительно полная доходность инвестиций вида Б? Объясните.
4. Из информации, представленной выше, определите, какие из этих двух видов инвестиций можно порекомендовать Дэйву, если вообще что-то можно порекомендовать. Объясните ваш ответ.
5. Покажите, до какой суммы возрастут оставшиеся 50 долл. Дэйва к концу 2000 г. при условии, что он не будет изымать деньги со сберегательного счета.

5.2. Альтернатива "риск — доходность": решение Молли О'Рурк о покупке акций

В течение последних 10 лет Молли О'Рурк постепенно формировала диверсифицированный портфель из обыкновенных акций. В настоящий момент в ее портфель входят 20 различных выпусков обыкновенных акций с общей рыночной стоимостью 82 500 долл. Сейчас Молли подумывает о добавлении в свой портфель еще 50 акций одного из двух выпусков — *X* или *Y*. Для определения дохода и риска, связанных с каждым из этих выпусков, она собрала данные о дивидендах и курсах акций каждого выпуска за последние 10 лет (1981—1990 гг.). В результате исследования перспектив этих выпусков Молли пришла к выводу, что каждый из них в среднем имеет тенденцию к сохранению в будущем динамики основных показателей. Поэтому она считает, что ожидаемую доходность можно оценить, если определить среднюю доходность за период владения *(HPR)*, т.е. за последние 10 лет, для каждого выпуска акций.

Молли планирует использовать фактор "бета" для оценки риска и требуемой доходности для каждого выпуска. Ее брокер Джим Макдэниел подсказал, что "бета" для акций *X* и *Y* составляет соответственно 1,60 и 1,10. В дополнение к этому текущая ставка доходности безрисковых активов — 7%, а рыночная доходность — 10%. Прошлые данные о дивидендах и курсах акций, собранные Молли, представлены в следующей таблице.

	Акции X			Акции Y		
		Курс акций (в долл.)			Курс акций (в долл.)	
Год	Дивиденды (в долл.)	В начале года	В конце года	Дивиденды (в долл.)	В начале года	В конце года
1981	1,00	20,00	22,00	1,50	20,00	20,00
1982	1,50	22,00	21,00	1,60	20,00	20,00
1983	1,40	21,00	24,00	1,70	20,00	21,00
1984	1,70	24,00	22,00	1,80	21,00	21,00
1985	1,90	22,00	23,00	1,90	21,00	22,00
1986	1,60	23,00	26,00	2,00	22,00	23,00
1987	1,70	26,00	25,00	2,10	23,00	23,00
1988	2,00	25,00	24,00	2,20	23,00	24,00
1989	2,10	24,00	27,00	2,30	24,00	25,00
1990	2,20	27,00	30,00	2,40	25,00	25,00

Вопросы

1. Определите доходность за период владения активом *(HPR)* для каждого вида акций за предыдущие 10 лет. Используя метод, выбранный Молли, найдите ожидаемую доходность для каждого вида акций.
2. Дайте оценку дохода и риска по акциям *X* и *Y*. Какие акции кажутся предпочтительными? Объясните.
3. Используйте модель оценки доходности активов *(CAPM)* для нахождения требуемой доходности по каждому виду акций. Сравните эту величину со средним значением *HPR*, вычисленным в вопросе 1.
4. Сравните и противопоставьте ваши результаты в вопросах 2 и 3. Какие рекомендации вы дали бы Молли в свете обсуждаемого инвестиционного решения? Объясните, почему Молли лучше использовать фактор "бета", чем субъективную оценку инвестиционного риска.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Frailey, Fred W. "How to Tell How You're Doing". *Changing Times*, January 1988, pp. 37—42.

Fromson, Brett Duval. "A Low-Risk Path to Profits". *Fortune 1989 Investor's Guide*, pp. 14—22.

Gitman, Lawrence J. *Principles of Managerial Finance*, 5th ed. New York: Harper & Row, Publishers, 1988. Chapter 7.

Gurney, Kathleen. "Your Money Personality". *New Accountant*, March 1989, pp. 38—40.

Josen, Georgette. "Compounding Is Key to Investment Yields". *The Wall Street Journal*, April 20, 1989, pp. C1, C16.

Paulson, Morton C. "How to Cut the Risk When You Invest". *Changing Times*, December 1988, pp. 85—90.

Updegrove, Walter L. "Capital Gains: The Twisting Path to Appreciation". *Money*, December 1988, pp. 83—88.

Weberman, Ben. "Risks Without Rewards". *Forbes*, May 30, 1988, p. 319.

Willis, Clint. "Mastering the Math Behind Your Money". *Money*, May 1989, pp. 129—138.

Zarowin, Stanley. "Winners & Losers". *Sylvia Porter's Personal Finance*, July—August 1987, pp. 50—55.

ЧАСТЬ I

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: стратегии и операции

Число инвестиционных альтернатив просто колоссально. Опционы на покупку и продажу, "права" на приобретение акций новых эмиссий *(rights)* и варранты, инструменты для отложенной уплаты и минимизации налогов *(avoidance)*, ценные бумаги и товары, а также многое другое. Кроме того, постоянное совершенствование телекоммуникаций позволяет совершать инвестиционные операции по всему миру за считанные минуты. Эти факторы делают инвестиционную среду более динамичной и, возможно, более эффективной, что, в свою очередь, должно максимизировать эффективность и капитализацию различных рынков. Но если индивидуальный инвестор не имеет доступа к информации и не способен постоянно и оперативно отслеживать рыночную конъюнктуру, он оказывается в невыгодном положении при принятии инвестиционных решений. К счастью, существует много пакетов прикладных программ, которые специально написаны для расширения возможностей и повышения эффективности действий индивидуального инвестора. Отдельные, наиболее популярные программы, ныне имеющиеся в продаже, перечислены ниже.

- *Disclosure Database (Disclosure Incorporated, 5161 River Road, Bethesda, MD 20816; (301)951-1300;* цена варьирует у разных дилеров; для любого компьютера с модемным и коммуникационным программным обеспечением). База данных содержит финансовую и описательную информацию из документов *SEC* по более чем 1200 компаниям. По каждой компании приведено более 250 параметров, в том числе название, адрес, телефон, финансовая отчетность, финансовые показатели, котировки с недельным интервалом. Распространяется также на *CD.*
- *Dow Jones & Company Programs (Dow Jones & Co., P.O. Box 300, Princeton, NJ 08540; (609) 520-4000 или (800) 257-5114).* Описание имеющихся программ и баз данных, а также их цены приводятся в гл. 3.
- *Investment Record (Claude E. Cleeton, 122-109th. Avenue S.E., Bellevue, WA 98004; (206) 451-0293; 62,50 долл.;* для *IBM PC* и совместимых компьютеров). Инвестиционный органайзер, который может отслеживать до

10 счетов, в каждом из которых регистрируется до 150 инвестиционных вложений, принадлежащих к 10 категориям. Подготавливает два типа отчетов:

1) отчет о капитальных активах, предоставляющий детальную информацию обо всех располагаемых инвестиционных активах;

2) отчет о личных доходах, дающий детальное описание годовых финансовых результатов инвестора, как реальных, так и планируемых, включая отдачу и налоговый статус.

- *Lotus 1-2-3 (Lotus Development Corp., 55 Cambridge Parkway, P.O. Box 9123, Cambridge, MA 02139-9123; (617) 577-8500 или (800) 343-5414;* 495 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это электронная таблица со встроенными финансовыми функциями. Покупатели облигаций могут вычислить стоимость ценных бумаг; есть возможность аппроксимировать внутреннюю норму отдачи денежных потоков. Пользователь может делать прогнозы денежных потоков, ранжировать таблицы в алфавитном порядке, регистрировать финансовый поток портфеля ценных бумаг, отслеживать рентный доход, расходы, обслуживание долга и выполнять различные оценки нормы отдачи. Таблицы данных могут оцениваться и сортироваться по заданным пользователем критериям. Акции могут выбираться из электронной таблицы и сортироваться в соответствии со стоимостью или числом бумаг каждого выпуска. Графические функции автоматически обновляют столбиковые диаграммы *(bar charts)* и линии тенденций, когда часть данных в программе изменяется.
- *Managing Your Money, Version* 4.0 *(MECA Ventures, Inc.,* 355 *Riverside Avenue, Westport, CT 06880; (203) 226-2400;* 219,98 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними, а также *Macintosh*; упрощенная версия для *Apple II* стоит 149,95 долл.). Программа для управления личными финансами, в которую входит текстовой редактор с полным набором функций. Программа включает функции управления расходами по чековой книжке, налоговое планирование, планирование страховых выплат и пенсионного обеспечения, управление портфелем, домашнюю бухгалтерию *(home banking)*, счета к уплате и получению, бюджетное и налоговое прогнозирование на пять лет, а также многие другие модели планирования личных финансов и удобные функции.
- *Modern Jazz (Lotus Development Corp., 55 Cambridge Parkway, P.O. Box 9123, Cambridge, MA 02139-1923; (617) 577-8500 или (800) 343-5414;* 395 долл.; *Macintosh*). Это многофункциональная программа (текстовой редактор, электронная таблица, графика, база данных и коммуникационный сервис). Возможности включают написание писем, меморандумов и отчетов, прогнозирование, мониторинг файлов и записей, сетевые функции. Функция *hot view* позволяет пользователю встраивать графики и таблицы непосредственно в документы.
- *Symphony (Lotus Development Corp., 55 Cambridge Parkway, P.O. Box 9123, Cambridge, MA 02139-1923; (617) 577-8500 или (800) 343-5414;* 695 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это программа для инвестора, который ищет многофункциональное программное обеспечение. Она надстраивает к электронной таблице *Lotus 1-2-3* интегрированный текстовой редактор, телекоммуникационные функции и командный язык программирования. Может по телефонным линиям свя-

зываться с любой финансовой базой данных или компьютерной сетью; автоматически дозванивается в информационные службы, восполняет пробелы в информации и размещает поступившие данные. Пользователь может создавать макрокоманды. Программа предусматривает восемь видов графического представления.

- *Turbo Tax Personal 1040 (ChipSoft, Inc., 5045 Shoreham Place, Suite 100, San Diego, CA 92122; (619) 453-8722;* 75 долл. + 37,50 долл. за каждое ежегодное обновление версии; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Программа для подготовки к уплате налогов, налогового планирования и ведения учета. Устроена аналогично электронной таблице, содержит факсимильные налоговые формы, упрощающие процедуру ввода данных и их усвоение. Подготавливает более 30 форм, графиков и таблиц, выводит формы на печать в спецификации Налогового управления США *(IRS)*. Имеются программы для подготовки деклараций по уплате налогов 26 штатов.

Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

ЧАСТЬ II

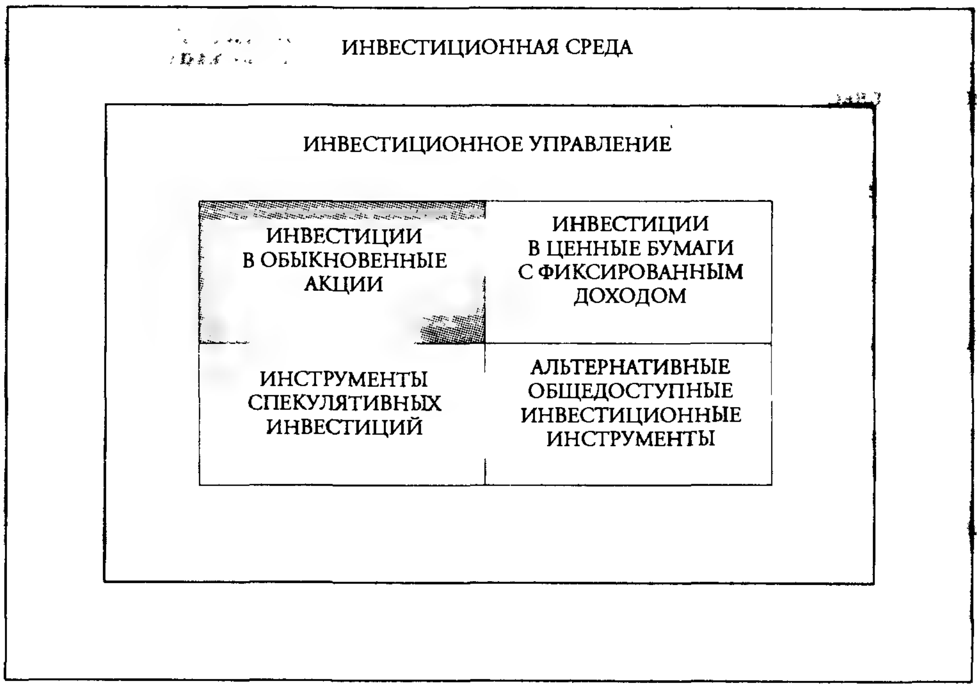
ИНВЕСТИЦИИ В ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ

Часть II включает следующие главы:

Глава 6. Обыкновенные акции как инвестиционный инструмент

Глава 7. Анализ обыкновенных акций

Глава 8. Оценка обыкновенных акций, технический анализ рыночной конъюнктуры и эффективные рынки капитала



Глава 6
Обыкновенные акции как инвестиционный инструмент

Изучив эту главу, вы сможете:

- Объяснить инвестиционную привлекательность обыкновенных акций.
- Дать описание фактических тенденций в динамике доходности акций и на этом основании сделать вывод о том, насколько текущая доходность акций соответствует прошлым фактическим данным.
- Понять основные свойства обыкновенных акций, включая характеристики эмиссии, прав на голосование, затрат на осуществление сделок с акциями и котировки акций.
- Получить представление о различных способах оценки стоимости обыкновенных акций и их способности выступать в роли средства страхования от инфляции.
- Разобраться в механизме принятия решений о выплате дивидендов на обыкновенные акции, видах дивидендов и дивидендной политике.
- Описать различные виды обыкновенных акций и способ их использования в качестве инструмента инвестиций.

Обыкновенные акции привлекают инвесторов благодаря множеству причин. Для одних инвестиции в акции являются способом "хорошо заработать", если курс выпуска внезапно взлетит; для других акции обеспечивают определенный уровень текущего дохода. Учитывая масштаб и многообразие фондового рынка, будет справедливо признать, что, какова бы ни была конкретная цель инвестора, всегда найдутся такие виды обыкновенных акций, которые будут ей соответствовать. Эти вопросы стоят в центре трех глав, посвященных вложению капитала в обыкновенные акции. Здесь будут рассмотрены несколько из основных принципов размещения капитала инвесторов в обыкновенные акции. Следующие две главы посвящены вопросу о том, как следует проводить оценку акций и принимать решение о том, станет ли данный выпуск приемлемым инвестиционным инструментом.

[illegible]

Основной инвестиционной характеристикой обыкновенных акций является то, что они наделяют инвесторов правом участия в прибыли компании. Каждый держатель акций, по существу, становится частичным владельцем компании и, выступая в этом качестве, наделяется правом получения доли прибыли компании. Вместе с тем право на прибыль компании не лишено определенных ограничений, поскольку держатели обыкновенных акций фактически являются **остаточными владельцами (собственниками)** компании. Другими словами, они имеют право на получение дивидендов только после выполнения компанией всех прочих обязательств. Также важно, что у держателей обыкновенных акций как остаточных владельцев *нет* никаких гарантий в получении прибыли на вложенный ими капитал. Проблема сводится именно к тому, чтобы найти акции, гарантирующие такую прибыль, на которую инвестор рассчитывал. Задача эта непростая, поскольку выбор предстоит сделать из акций, количество которых колеблется между 20 и 30 *тысячами* из числа официально зарегистрированных на бирже и доступных широким слоям инвесторов, а также обращающихся на внебиржевом рынке. Здесь стоит заметить, что большинство акций выпускается преимущественно компаниями закрытого типа, имеющими очень незначительный (или почти несуществующий) вторичный оборот акций. Однако при таком множестве акций, находящихся в обращении, как можно выбрать десяток, способных гарантировать желаемую доходность? К преодолению этой проблемы инвесторы стремятся ежедневно. К сожалению, в силу того, что инвестирование не является точной наукой, корректного и быстрого ответа на поставленный вопрос найти нельзя.

Остаточные владельцы — *это владельцы, или акционеры, компании, которые наделены правом получения дивидендов, дохода и пропорциональной доли прибыли только после того, как компания выполнила все прочие обязательства.*

Что способны предложить акции

Обыкновенные акции являются чрезвычайно популярной формой инвестиций, которая используется буквально миллионами частных инвесторов и множеством институтов. Причина их популярности в значительной мере коренится в том, что они предоставляют инвестору возможность адаптировать свои инвестиционные программы к конкретным потребностям и предпочтениям. Пенсионерам и людям, живущим за счет своих инвестиционных вкладов, акции обеспечивают отличный способ получения стабильного потока

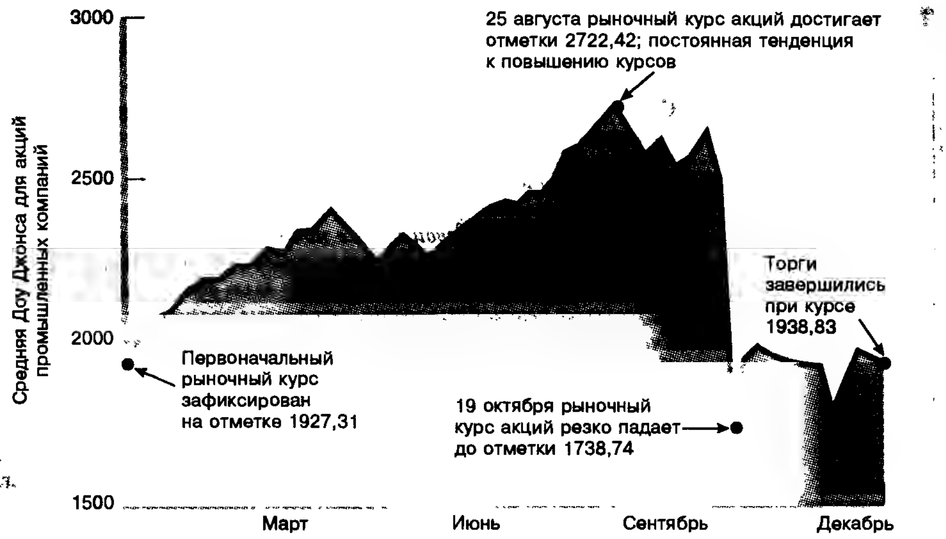


РИС. 6.1 Фондовый рынок в 1987 г.

В октябре 1987 г. фондовый рынок пережил не очень приятную ситуацию. По существу, он потерпел крах, так как вследствие "крупной поправки" прошел через "черную отметку". Рынок "быков" с невероятно интенсивной тенденцией к повышению курсов ценных бумаг, сложившийся за 5 лет до описываемого события, закончил свое существование. На смену ему на Уолл-стрит пришел рынок "медведей".

текущего дохода (от выплачиваемых по ним дивидендов). Для других инвесторов (в меньшей степени беспокоящихся о своем текущем доходе) обыкновенные акции служат основой долгосрочных планов повышения благосостояния, в которых акции выступают в роли, во многом схожей со сберегательным счетом. Таким образом, инвесторы приобретают акции на длительный период как способ получения не только дивидендов, но и стабильного прироста капитала. Подобные инвесторы признают, что курсы акций во времени имеют тенденцию к росту, и поэтому строят свои планы с учетом преимуществ этого факта. И в самом деле, именно потенциальный прирост капитала выступает основной притягательной силой для большинства инвесторов. Ведь дивиденды представляют собой всего лишь хороший и стабильный поток дохода, что же касается большой прибыли, то она связана именно с приростом капитала! Немногие виды ценных бумаг могут сравниться с обыкновенными акциями, когда речь заходит о приросте капитала.

Доходность акций в перспективе

При стабильном состоянии фондового рынка инвесторы, учитывая природу обыкновенных акций, обычно могут выиграть на стабильном повышении курсов акций, когда же стабильность рынка нарушается, то же самое происходит с доходами инвесторов. Несмотря на то что фондовый рынок способен демонстрировать самое устойчивое состояние, подобное тому, которое он имел в 1986 г., когда произошло повышение курса почти на 23%, он в равной мере способен и на обратное! Наиболее ярким примером последне-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

"Черный понедельник": день краха фондовой биржи

Развитие фондового рынка начиная с августа 1982 г. приобрело одностороннюю направленность, что постепенно привело его к состоянию "свободного полета". Стоимость акций на Нью-Йоркской фондовой бирже почти утроилась, увеличившись с 1,1 до 2,8 трлн. долл. Каждый из трех взрослых американцев непосредственно участвовал в сделках на фондовой бирже. Миллионы других имели свою долю финансирования через пенсионные фонды, индивидуальные пенсионные счета, страховые полисы, программы сбережений. Затем наступил "черный понедельник". Он изменил настроения инвесторов, разрушил структуру фондовых бирж и спровоцировал пересмотр экономической политики США. Даже если бы нам удалось увернуться от подползающего спада, чреватого экономическим параличом, то все равно, как утверждали многие эксперты, ни денежные рынки (рынки краткосрочного капитала), ни страна в целом никогда уже не смогут вновь оказаться прежними. В тот день произошло следующее.

Пятница, 16 октября 1987 г. "Когда сегодня вечером будете возвращаться домой, — советовал Джон Гэвин, официальное лицо с Уолл-стрита, — держитесь поближе к домам". Таким способом он, несомненно, намекал на возможность столкновения с самоубийцами — разорившимися инвесторами. По мере того как приближалось завершение торговых операций на Американской фондовой бирже, обстановка накалялась. Почти перед закрытием один биржевой брокер по опционным контрактам на фондовые индексы пронзительно закричал: "Конец света!"

Однако это еще не был полный конец. Но средняя Доу Джонса для акций промышленных компаний упала в конце биржевого дня на рекордную величину 108,35 пункта и составила 2246,74 при зарегистрированном объеме оборота акций 338,5 млн. шт. Начавшееся приблизительно два месяца назад вполне безобидное снижение курсов акций обернулось их устрашающим падением. Совокупная стоимость обыкновенных акций на Нью-Йоркской фондовой бирже упала на 220 млрд. долл. в течение одной недели, т.е. более чем на 8%.

20.00. В баре "Хэрриз", популярном месте встреч на Уолл-стрите, толпы преуспевающих фондовых брокеров заняты обсуждением данных по состоянию на этот вечер. "Мы никогда прежде не видели рынка, на котором столь стремительно падали курсы, — признался маклер, реализующий акции внебиржевого рынка, — поэтому многие думают, что в понедельник средняя курсов снова повысится на 100 пунктов". Однако 33-летний брокер Роберт Релз из Ливуда, шт. Канзас, возвратившись в пятницу вечером домой, сказал своей жене: "Думаю, что мир, каким ты и я его знали, изменился".

Один из нью-йоркских адвокатов по недвижимости заметил: "У меня 9-месячная дочка, и я оформляю покупку дома, поэтому мне нужны деньги, но на изменчивом фондовом рынке места для меня нет". (Он значительную часть сбережений поместил в акции и, обеспокоенный создавшейся ситуацией, принялся распродавать их.)

В начале 1987 г. на фондовом рынке насчитывалось 44,1 млн. индивидуальных участников, а в конце августа их число составило 50,7 млн. В октябре же эта цифра упала до 45,1 млн.

Инвесторы уже заметили знаки приближающейся инфляции, повышения процентных ставок и ослабления курса доллара. Два ведущих банка увеличили свои ставки по кредитам первоклассным заемщикам, чем обеспокоили некоторых инвесторов. Зарубежные инвесторы начали беспокоиться по поводу увеличения дефицита торгового баланса США. Начавшаяся неделю назад из-за угрозы дальнейшего падения курсов лихорадочная распродажа финансовых инструментов (акций) мелкими и крупными инвесторами, а также арбитражерами — профессионалами, которые страхуют свои сделки от возможного риска путем приобретения ценных бумаг на одном фондовом рынке и продажи их на другом, — подорвала основание фондового рынка.

Снежная лавина тронулась.

Воскресенье, 18 октября 1987 г. На приеме в Далласе Ричард У. Фишер, управляющий портфелем инвестиций группы состоятельных инвесторов на сумму около 200 млн. долл., нашел подтверждение своим подозрениям. По окончании приема одна из приглашенных дам направилась к телефону, чтобы уточнить состояние рынков в Азии. Вернувшись, она сказала, что курсы акций стремительно падают. Гостьей была госпожа Маргарет Тэтчер, премьер-министр Великобритании, а прием проходил в доме ее сына Марка в Далласе.

Понедельник, 19 октября 1987 г. Волнующие новости: иранскую нефтяную платформу в Персидском заливе разбомбили американские военные суда. Джон Фелан, председатель Нью-Йоркской фондовой биржи, прибыл на работу, ожидая крайне беспокойного рабочего дня. То, что произойдет в действительности, испугает даже его.

9.00. На 34-м этаже в торговом зале брокерской фирмы "Дональдсон, Лафкин энд Дженретт" (или "Ди-эл-ди") на Уолл-стрите должностные лица фирмы, засыпанные заказами на продажу, осознавали, что впереди трудный день. Брокеры фирмы покрылись испариной за своими телефонными коммутаторами, с ужасом взирая на ряды мигающих кнопок. Дадди Эппел, исполнительный директор фирмы, заявил с оттенком черного юмора: "Ну вот мы и приехали. Попробуем сохранить спокойствие, и, возможно, нам всем удастся выжить, пройдя через это испытание. Итак, начинаем!"

9.30. Сразу после открытия волна заказов на продажу захлестнула фондовую биржу. Биржевой аппарат, передающий котировки ценных бумаг, показывает, что акции компании ИБМ могут быть проданы по низкому курсу, составляющему всего лишь 125 долл. за акцию, что на 10 пунктов ниже, чем в пятницу. Однако реальная сделка не может состояться до тех пор, пока не появятся хоть какие-нибудь покупатели. Таковых не нашлось.

После удара колокола значение средней Доу Джонса для акций промышленных компаний опустилось на 200 пунктов. "Мы погружаемся под воду!" — прокричал биржевой брокер компании "Ди-эл-ди" Джон Сескоу, засовывая в пересохший рот конфету. «Пятьдесят пять тысяч акций компании "Пепси" выставлены на продажу!» — пролаял один из маклеров. «Шестьдесят тысяч акций "Дженерал моторс" — на продажу!» — зазывающе прокричал другой. Задолго до наступления обеденного времени один из брокеров прокричал: "Продажа акций компании по производству гамбургеров переходит на шестизначные цифры!" Ему хотелось продать мелкой партией — 100 000 шт. акций компании "Макдональдс".

10.00. Управляющие ведущими брокерскими фирмами на Уолл-стрите прибыли на биржу. Филан пожелал самолично убедиться, как сотрудники справляются с возникшим напряжением. Он переговорил с Дэвидом С. Радером, председателем Комиссии США по ценным бумагам и биржам, и принял решение: необходимо "не падать духом" и выдержать. Даже непродолжительное прекращение операций на бирже могло создать впечатление, что вся система попросту разваливается. "Весь мир сейчас за вами наблюдает, — сказал он. — Вы должны доказать, что система не развалена".

10.30. Средняя Доу Джонса упала на 93 пункта, составив 2153,55.

В Лос-Анджелесе, где в тот момент было 7.30 утра, врач Ричард Уэйс по дороге на работу слушал по радио сводки новостей. Он свернул с шоссе и позвонил своему брокеру, попросив его распродать весь портфель инвестиций. Брокер отсчитывал стремительно падающие котировки: «Курсы акций компании "Дисней" падают до отметки 56, 55, 54. Мы все сейчас вершим историю». Уэйс ответил ему: "Да, но мы делаем это на мои деньги!" В тот момент он терял 100 000 долл.

В Нью-Йорке, на углу Парк-авеню и 51-й улицы, у здания компании "Фиделити инвестментс" столпились инвесторы, наблюдавшие за табло с биржевыми новостями и завороженные ужасом происходящего. Замечание молодой, прекрасно одетой дамы было простым: "Небеса опускаются на землю".

Нервозность мелких инвесторов возрастала. Роберт С. Макколлум, директор начальной школы в городке Галена Парк, шт. Техас, признался: "Для людей, имеющих зарплату, схожую с моей, потерять за несколько дней 10 000 или 15 000 долл. слишком больно. Я выбросился бы из окна, но мое окно на первом этаже, я себе разве что колени разобью".

10.40. Председатель Комиссии США по ценным бумагам и биржам Радер прибыл в Вашингтон, в гостиницу "Мейфлауэр", чтобы выступить с речью перед участниками заседания Американской фондовой биржи. Однако во время перерыва зал опустел: присутствовавшие переместились в холл, столпившись у электронного табло "Куотрон" с данными о состоянии фондового рынка. Некоторые метались от табло к стойкам платных телефонов, чтобы позвонить в свои офисы.

Курсы акций на фондовом рынке стремительно двигались вниз, упав уже более чем на 200 пунктов, когда вдруг, оторвавшись от телефона, один из участников прокричал: "Сделана первая покупка!" Торговые отделы крупнейших фирм начали оформлять заказы на покупку акций. Ситуация на фондовом рынке стала улучшаться.

11.30. После выступления на заседании появился Радер, которого окружили репортеры. Его расспрашивали о том, какие меры могут быть приняты для предотвращения краха фондовой биржи, на что он дал несколько ответов, включая временное прерывание торговых операций. Когда его заявление достигло финансовых рынков, то оно было интерпретировано так, словно названное прерывание торгов уже произошло. Это заявление не улучшило состояние рынков, а, напротив, перевернуло все вверх дном, и председателю Комиссии пришлось потратить день на разъяснение своих слов.

Полдень. Средняя Доу Джонса находится на отметке 2103. На Нью-Йоркской фондовой бирже в галерее для посетителей люди начинают выстраиваться в очереди. Одна девушка переживает, что теперь не сможет выйти замуж. "Даже в хорошие времена мужчины побаивались жениться", — сетует она.

13.00. Биржевые брокеры на всей территории Соединенных Штатов прижимают телефонные трубки сразу к обоим ушам. "Я до смерти перепуган, но продавать акции не стану", — признается Джерри Населлоу, торговый работник компании "Глобал импортерз инкорпорейтед", которая является торговым посредником фирмы БМВ в Атланте. Он говорит, что около 90% его средств инвестированы в акции, обращающиеся на фондовой бирже.

14.00. Средняя Доу Джонса "пролетает" отметку 2000, устремляясь на 250 пунктов ниже по сравнению с последней котировкой биржевого дня в пятницу. Объем обращающихся на бирже акций стремительно минует отметку 400 млн., не менявшуюся в течение двух часов.

Фондовая биржа становится свидетелем первого случая своей неплатежеспособности. Малая фирма под названием "Х. Б. Шейн энд компани", расположенная в местечке Грэнд Рэпидс, шт. Мичиган, терпит банкротство. Согласно пресс-релизу Нью-Йоркской биржи показатели этой фирмы упали ниже минимально возможных финансовых требований, и она заявила о своей неспособности оставаться членом биржи. В течение последующих нескольких дней еще пять фирм будут объявлены банкротами.

Перед Нью-Йоркской фондовой биржей собирается толпа, заполняющая весь тротуар и растекающаяся по Брэд-стрит. Сердце финансового района превратилось в сочетание карнавала и палаточного поселения, наполненного глазеющими прохожими, уличными торговцами с тележками, ворами-карманниками, проповедниками, религиозными группами, распевающими гимны, и комедиантами.

"Конец близок! — предрекает похожий на привидение мужчина с обвисшими усами. — Все везде достается светским мальчикам!"

Чтобы купить новый грузовик, консультант лесозаготовительной фирмы в г. Мариэтта, шт. Джорджия, продает акции взаимных фондов, в которые он вложил бо́льшую часть своих сбережений. Их стоимость снизилась приблизительно на 30%. "Никогда в жизни я больше не буду вкладывать средства во взаимный фонд", — признается он.

14.44. Лента котировочного аппарата с биржевыми котировками запаздывает на два часа. Никто не знает, где, собственно, находится теперь биржевой рынок, но это не имеет значения. Люди распродают свои акции по любой цене.

Дэл Бэрроуз, представитель швейной фирмы "Джонсон", шт. Вермонт, принадлежит к числу консервативных инвесторов, которые всегда отдавали предпочтение первоклассным акциям. Но тем не менее стоимость инвестиционного портфеля Бэрроуза

уменьшилась на 25—30%. "Похоже, что каждый день уносит все больше и больше моих доходов", — с горечью жалуется он.

15.40. Глава кадровой службы Белого дома Хауэрд Бейкер разговаривал по телефону с Уолл-стрита, прося предоставить ему обзоры рыночной конъюнктуры. За 20 мин до окончания торговых операций текущего биржевого дня он подает президенту Рейгану отчет о финансовом положении на фондовом рынке. Однако курсы падают настолько быстро, что за ними нельзя уследить.

Семейная пара, владеющая мастерской по производству фоторепродукций в Нью-Йорке, призналась, что три четверти их активов — на фондовом рынке. "Мы уже потеряли более 200 000 долл.", — замечает супруга. Однако они приняли решение держаться до последнего. "Мы много молимся, — добавила она, — но это не помогает".

За последние полчаса средняя Доу Джонса упала еще на 130 пунктов.

16.00. Торги на Нью-Йоркской фондовой бирже заканчиваются. Однако это не приносит чувства облегчения, поскольку теперь разоренным биржевым брокерам и клеркам надлежит оценить ущерб. Многие собираются вместе и просто смотрят друг на друга. Для определения подобной ситуации люди используют слово "крах".

Средняя Доу Джонса для промышленных компаний упала на 508 пунктов, или в процентном отношении на невероятную величину, равную 22,6%, а последнее значение средней в этот биржевой день составило 1738,74. Потенциальный нереализованный убыток капитала оценивается примерно в 560 млрд. долл.; эта сумма приблизительно соизмерима с величиной валового национального продукта Франции. Объем продаваемых акций на Нью-Йоркской фондовой бирже зарегистрирован на отметке 604,5 млн., что почти вдвое больше, чем за все время существования биржи. Биржевые брокеры могут найти лишь одно слово для описания такого беспорядка, но слово это давно не в моде — паника.

Падение курсов существенно превосходит снижение на 12,8%, зарегистрированное 28 октября 1929 г. — в один из первых и самых тяжелых дней краха фондовой биржи, который ознаменовал начало Великой депрессии. Падение курсов сегодня и за последнюю неделю составило 743,47 пункта, или 30%. Для сравнения назовем общий показатель падения курсов 28 и 29 октября 1989 г.: 68,90 пункта, или 23,1%.

16.30. На территории, простирающейся от шт. Мэн до шт. Калифорния, биржевые новости заставляют людей делать переоценку своих планов.

В Атланте одна из секретарей инженерной компании вместе с супругом решают отложить покупку новой машины: "Нам представляется, что люди вскоре в отчаянии начнут распродавать машины, мебель, дома. Если мы немного подождем, то, возможно, сможем сделать покупку на более выгодных условиях и сэкономить".

В г. Бервин, шт. Пенсильвания, агент по продаже недвижимости вместе с мужем отказываются от плана приобретения второго дома как вида инвестирования. "Эта встряска убеждает нас в том, что нам нужно иметь больше ликвидных средств", — поясняет она.

Несмотря на то что смятение на Уолл-стрите приковало всеобщее внимание и в США, и за рубежом, многие американцы не расценивают происходящее как кризис. Некоторые усматривают определенную справедливость в крушении фондовой биржи, особенно жители сельских районов, где тысячи людей пострадали от банкротств и закрытия предприятий.

Дональд Саттер, фермер из г. Плезантвилль, шт. Айова, признается, что "славно было наблюдать, как досталось этим богачам — так же как и нам, беднякам, досталось однажды". Но по мере снижения вслед за курсами акций цен на зерно, мелкий и крупный рогатый скот фермеры становятся все более обеспокоенными. А на Уолл-стрите в ту ночь бар "Хэрриз", как никогда, был до отказа забит посетителями. Пицца подавалась по-прежнему в кредит, но бармен шутя заметил, что кредитные карточки в качестве оплаты более не принимаются.

Источник: "Meltdown Monday — The Day The Market Crashed". *Reader's Digest.* February 1988, pp. 88—92.

го может служить ситуация, сложившаяся на фондовом рынке в 1987 г. Как видно на рис. 6.1, курс акций в первой половине года резко поднялся (невероятно, но курс вырос почти на 30% к середине лета), чтобы пережить свое ужасное падение 19 октября, когда он, согласно показаниям средней Доу Джонса для акций промышленных компаний, упал на 508 пунктов для более чем 600 млн. акций. Однако заблуждаться по этому поводу не стоит: 19 октября 1987 г. не был просто еще одним неудачным днем, этот день — историческое событие! Внезапное падение курсов на 508 пунктов было явно рекордным, так же как рекордным стал однодневный объем оборота акций в 600 млн. шт., и, кроме того, 23%-е снижение курса оказалось почти вдвое интенсивнее, чем в предыдущий день. Для того чтобы вы почувствовали, какой резонанс эта ситуация имела на Уолл-стрите, познакомьтесь со вставкой "Проницательному инвестору", посвященной событиям того фатального дня.

Причины краха фондовой биржи обсуждаются до сих пор, и, вероятно, эти обсуждения растянутся еще на долгие годы. Некоторые утверждают, что его причиной явилась неспособность государства справиться с огромным дефицитом бюджета и дефицитом торгового баланса, имевшимися в то время у США; другие говорят, что в основе краха лежал страх перед инфляцией и резко возраставшими ставками процента. При этом существовала большая группа инвесторов, убежденных, что две вышеперечисленные причины, по всей видимости, сыграли свою роль, однако степень падения рыночных курсов являлась преимущественно следствием того, что относительно небольшая горстка институциональных биржевых брокеров прибегла к чересчур сложным компьютерным методам, как, например, программная торговля (*program trading*) и страхование портфеля активов (*portfolio insurance*). В конечном итоге это повлекло *значительно более ощутимое* снижение курсов, чем могло бы наблюдаться в противном случае. Какой бы ни была действительная причина, крах фондового рынка действительно произошел, и он, по всей вероятности, будет иметь далеко идущие последствия для рынка в том смысле, что вряд ли легко исчезнет из памяти инвесторов.

К счастью, событие 19 октября скорее редкое исключение, нежели правило, поэтому фондовый рынок не является чрезвычайно рискованным, с непостоянными и непредсказуемыми курсами ценных бумаг. Даже несмотря на то, что последний квартал 1987 г. был рискованным и характеризовался нечетким состоянием рынка, тенденции рынка в конце года все-таки были позитивными: произошло пусть очень скромное, но все-таки повышение курсов на 2%, а в 1988 г. рыночные курсы поднялись еще на 12%. Взглянув на последующие шесть лет, прошедших с августа 1982 г. (которые принято считать началом рынка "быков" 1982—1987 гг. — рыночной ситуации, при которой наблюдалась тенденция к повышению курсов) до декабря 1988 г., вы обнаружите, что биржевой курс вырос на 180%, — и это *после* проведения факторинговых операций* в результате октябрьского краха фондового рынка. Именно подобная динамика результативности фондового рынка объясняет привлекательность обыкновенных акций.

* Услуги по покупке дебиторской задолженности без обращения требования к их продавцу. *(Прим. науч. ред.)*

Взгляд на хронику событий: 1949—1988 гг.

Какова, на ваш взгляд, приемлемая норма доходности обыкновенных акций? Трудно узнать, какая норма приемлема, а какая — нет, какая норма высока, а какая — низка, до тех пор, пока нет общего понимания того уровня доходности, который способны дать обыкновенные акции. Лучшим способом развить способность к прогнозированию конъюнктуры рынка является ретроспективный обзор его динамики. В табл. 6.1 приводится своеобразный стандарт доходности инвестиций, поскольку расчеты доходности основаны на средней Доу Джонса для промышленных компаний и показывают средний показатель доходности рынка за 40-летний период — с 1949 по 1988 г. В дополнение к суммарному годовому доходу на вложенный в обыкновенные акции капитал представлены два разных источника доходов: дивиденды и прирост капитала. Приведенные цифры, естественно, отражают *общую динамику рыночной конъюнктуры* и не должны распространяться на динамику курсов *отдельных* групп акций, их можно оценить с позиций поведения доходности, эффективности сформированного портфеля.

Приведенные цифры характеризуют рынок, для которого совокупная доходность изменялась от высокого показателя 48,28% (в 1954 г.) до низкого — 21,45% (в 1974 г.). Разделение доходов на дивиденды и прирост капитала дает ясное представление о том, из какого источника исходят крупные доходы (или убытки) — от *прироста капитала*. При этом повышение курсов акций происходило значительно чаще, чем снижение (для сравнения приведем значение средней Доу Джонса, которая с отметки 100 в январе 1949 г. повысилась до отметки 2200 к концу 1988 г.). В общем *акции обеспечивали среднюю годовую доходность в размере приблизительно 11% в течение всего 40-летнего периода.* А если взглянуть только на последние 10—15 лет этого периода, то можно обнаружить, что *средняя доходность составляла почти 13—15%!* Помните, что приведенные цифры — это средние величины для фондового рынка в целом, а доходность *отдельных выпусков акций* может быть совсем иной. Вместе с тем, по крайней мере, средние величины дают ту точку отсчета, отталкиваясь от которой можно оценить доходы от акций и собственные ожидания. Так, например, если принять за среднюю точку отсчета доходность, равную 12—14%, то *устойчивая* доходность в размере 18—20% или более, по всей видимости, может рассматриваться как достаточно заманчивая или даже чрезмерная. (Данная доходность, конечно, является возможной, однако если вы хотите получать более высокие ставки доходности, то, всего вероятнее, вам придется пойти и на больший риск.) Аналогично, доходность в долгосрочном плане в размере лишь 6—8% необходимо рассматривать как определенно низкую, и если вы думаете, что это лучшее, чего вы можете добиться, то в этом случае придерживайтесь инвестиций в облигации или депозитные сертификаты. В действительности доходность, составляющая 12% или близкий к этому показатель, не так уж мала, и в нижней части табл. 6.1 показано, как возросли бы инвестиции в размере 10 000 долл. за различные периоды владения акциями в рамках временного диапазона, охватывающего 1949—1988 гг.

Преимущества и недостатки владения акциями

Одной из причин, которая объясняет столь большую привлекательность акций для инвесторов, является возможность получения по ним значительной прибыли. И в самом деле, как мы только что убедились, акции обеспечива-

ТАБЛИЦА 6.1 Фактические показатели доходности акций на рынке обыкновенных акций: 1949—1988 гг.

(Доходность рассчитана из значений средней Доу Джонса для акций промышленных компаний)

I. Годовая доходность

Год	Доходность, рассчитанная по дивидендам (в %)	Доходность, рассчитанная по приросту капитала (в %)	Совокупная доходность (в %)
1988	3,67	11,85	15,52
1987	3,67	2,26	5,93
1986	3,54	22,58	26,12
1985	4,01	27,66	31,67
1984	5,00	– 3,74	1,26
1983	4,47	20,27	24,74
1982	5,17	19,60	24,77
1981	6,42	– 9,23	– 2,81
1980	5,64	14,93	20,57
1979	6,08	4,19	10,27
1978	6,03	– 3,15	2,88
1977	5,51	– 17,27	– 11,76
1976	4,12	17,86	21,98
1975	4,39	38,32	42,71
1974	6,12	– 27,56	– 21,45
1973	4,15	– 16,58	– 12,43
1972	3,16	14,58	17,74
1971	3,47	6,11	9,58
1970	3,76	4,82	8,58
1969	4,24	– 15,19	– 10,95
1968	3,32	4,27	7,59
1967	3,33	15,20	18,53
1966	4,06	– 18,94	– 14,88
1965	2,95	10,88	13,83
1964	3,57	14,57	18,14
1963	3,07	17,00	20,07
1962	3,57	– 10,81	– 7,24
1961	3,11	18,71	21,82
1960	3,47	– 9,34	– 5,87
1959	3,05	16,40	19,45
1958	3,43	33,96	37,39
1957	4,96	– 12,77	– 7,81
1956	4,60	2,27	6,87
1955	4,42	20,77	25,19
1954	4,32	43,96	48,28
1953	5,73	– 3,77	1,96
1952	5,29	8,42	13,71
1951	6,07	14,37	20,44
1950	6,85	17,63	24,48
1949	6,39	12,88	19,27

ТАБЛИЦА 6.1 *(продолжение)*

II. Доходность за период владения акциями

Периоды владения акциями	Среднегодовая совокупная доходность (в %)	Накопленная совокупная доходность (в %)	Сумма наращения инвестиций в 10 000 долл. за период владения акциями (в долл.)
5 лет: 1984—1988	15,53	105,77	20 577
10 лет: 1979—1988	15,25	313,83	41 383
15 лет: 1974—1988	11,53	413,69	51 369
20 лет: 1969—1988	8,93	461,18	56 118
25 лет: 1964—1988	8,05	719,19	81 919
30 лет: 1959—1988	8,78	1149,72	124 972
40 лет: 1949—1988	11,01	6410,13	651 013

Примечание. Значения показателей совокупной доходности и среднегодовой доходности рассчитаны с использованием сложных процентов и основаны на сумме двух видов доходов: дивидендов и прироста (убытка) капитала; все данные взяты из опубликованных в "Бэррон'з" показателей средней Доу Джонса для промышленных компаний.

ют заманчивые, высококонкурентные доходы в течение длительных периодов времени, поскольку через них или любые производные ценные бумаги (представляющие собственный капитал компании) акционеры наделены правом полного участия в распределении остаточной прибыли компании. Рыночный курс акции обычно отражает потенциал прибыльности компании, поэтому при процветании компании процветают и инвесторы. Увеличение прибыли, в свою очередь, превращается в рост курсов акций (прирост капитала) и является важнейшей частью доходов от акций.

Обыкновенные акции также привлекают инвесторов США текущим доходом, получаемым в форме дивидендов, в особенности теперь, когда благодаря Закону о налоговой реформе от 1986 г. налоги были *снижены* на дивиденды и *увеличены* на прирост капитала. Однако акции предоставляют и другие преимущества. Одно из них состоит в их способности быть как высоколиквидными, так и легкопередаваемыми. Обыкновенные акции легко купить и продать, а затраты на проведение операций с ними малы; но, кроме того, сведения о курсах и информация о состоянии рынка широко распространяются в новостях и средствах массовой информации. Другое преимущество владения акциями состоит в том, что курс одной обыкновенной акции достаточно низок, поэтому ее покупка вполне доступна большинству индивидуальных вкладчиков и инвесторов. В отличие от облигаций, минимальный номинал которых составляет, по меньшей мере, 1000 долл., и акций некоторых взаимных фондов, предъявляющих вкладчикам множество требований, обыкновенные акции не содержат подобного рода инвестиционных барьеров. Напротив, большинство акций на сегодняшний день имеют цену менее чем 50 долл. за акцию, причем приобрести или продать можно любое количество акций, даже самое незначительное.

Однако существуют некоторые *недостатки* инвестирования в обыкновенные акции. Рискованный характер ценной бумаги, по всей видимости, составляет наиболее существенный недостаток. Акции подвержены ряду рисков раз-

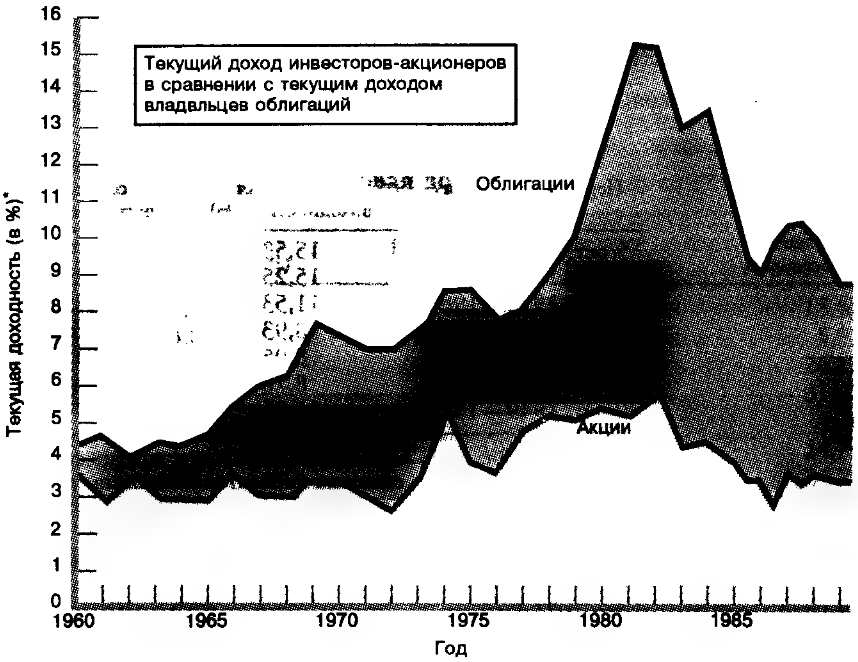


РИС. 6.2 Текущий доход по акциям в сравнении с текущим доходом по облигациям

Из графика следует, что текущий доход (дивиденды) акционеров не столь высок, как доход от процентов, получаемых владельцами облигаций.

* Текущая доходность рассчитывается как отношение процента по облигации к ее курсу или дивиденда по акциям к курсу акций. *(Прим. науч. ред.)*

личного рода, включая деловой и финансовый риски, риск покупательной способности, риск рыночный и, возможно, риск случайных событий, причем каждый из них может отрицательно сказаться на прибылях и дивидендах, получаемых по акциям, повышении их курсов и, конечно же, на ставке доходности, получаемой инвестором. Даже первоклассные акции обладают элементами риска, которые преодолеваются с трудом. Главная причина состоит в том, что обыкновенные акции представляют собой остаточную собственность компании, чьи прибыли подлежат воздействию многих факторов, включая государственный контроль и регулирование, конкуренцию с зарубежными фирмами и состояние экономики. Поскольку все названные факторы способны воздействовать на выручку за реализованную продукцию и получаемые прибыли, они в равной мере могут воздействовать и на динамику курсов акций, а также, вероятно, и на величину дивидендов. Таким образом, так как прибыли и динамика доходности акций подвержены столь широким колебаниям, то чрезвычайно трудно проводить оценку обыкновенных акций и последовательно отбирать те из них, которые имеют самые интересные перспективы. В этом состоит еще один недостаток инвестирования в обыкновенные акции. Процесс выбора акций очень сложен, ибо тесно связан с формированием ожиданий в отношении динамики курсов акций в будущем. Другими словами, не только перспективы деятельности компании и динамика ее акций весьма неопреде-

ленны, но и сам процесс оценки и выбора далек от совершенства. К последнему из недостатков относится нестабильность текущего дохода. Несколько типов инвестиций, например облигации, не только обеспечивают более высокие текущие доходы, но также осуществляют это со значительно более высокой долей определенности. Рисунок 6.2, на котором сравнивается дивидендный доход от обыкновенных акций с купонным доходом от облигаций, демонстрирует динамику разрыва между текущим доходом на временной шкале и выявляет те жертвы, которые приносят инвесторы, размещая свой капитал в обыкновенные акции. Хотя в последнее время разрыв между текущими доходами уменьшился, обыкновенным акциям придется преодолеть длинный путь, прежде чем они смогут обеспечить те уровни текущего дохода, которые инвесторы имеют благодаря другим инструментам инвестирования.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ

Каждая обыкновенная акция представляет собой конкретную долю собственности корпорации, причем эти доли всегда равны. Так, например, если компания имеет 1000 акций в обращении, то каждая ее акция будет символизировать $^1/_{1000}$ собственности. Каждая акция наделит своего владельца правом равного участия в прибылях и дивидендах корпорации, правом участия в голосовании и равным голосом в управлении корпорацией.

Обыкновенная акция как ценная бумага корпорации

Собственный акционерный капитал — *это свидетельство позиции собственников в компании, выраженное в форме обыкновенных акций.*

Ценные бумаги, свободно обращающиеся на открытых рынках, — *это акции, которые легкодоступны для широких масс, они покупаются и продаются на открытом рынке.*

Обыкновенные акции являются формой **собственного акционерного капитала**, при этом они свидетельствуют о позиции собственников в компании. Вместе с тем акции многих компаний никогда не обращаются на рынке вследствие того, что либо выпустившие их компании слишком малы, либо владение и управление этими компаниями ограничено строго семейными рамками. В контексте данной книги для нас представляют интерес акции, относящиеся к **ценным бумагам, свободно обращающимся на открытых рынках**, т.е. те, которые легкодоступны для широких масс, покупаются и продаются на открытом рынке. Компании, выпускающие подобные акции, представлены как гигантами, например "Америкен телефон" и ИБМ, так и малыми региональными или местными фирмами, чьи ценные бумаги обращаются на внебиржевом рынке или на фондовых биржах регионального уровня. Размеры рынка для акций, обращающихся на общенациональном уровне, невероятно огромны. Так, например, рыночная стоимость всех акций, активно обращающихся на бирже, и акций внебиржевого рынка в начале 1989 г. превышала 3 *трлн. долл.* Теперь приступим к более подробному изучению обыкновенных акций, в частности рассмотрим природу и инвестиционные достоинства этого популярного вида ценных бумаг.

Виды эмиссий

На фондовом рынке представлена почти каждая отрасль американской промышленности. Инвестор может приобрести акции предприятий коммунального обслуживания, промышленных компаний, авиалиний, горно-руд-

Открытое размещение — *это предложение, сделанное широким слоям инвесторов, о продаже по установленному курсу определенного количества акций, представляющих капитал компании.*

Предложение прав на акции — *это способ размещения нового выпуска обыкновенных акций акционерам компании, которым предоставляется возможность купить новые акции пропорционально их доле в собственности компании.*

Отсроченные обыкновенные акции — *это ценные бумаги, первоначально выпущенные в одной форме (варрантов и конвертируемых ценных бумаг) и позднее погашенные или конвертированные в обыкновенные акции.*

Дробление акций — *это операция, с помощью которой компания увеличивает количество своих акций в обращении посредством замены каждой из ранее выпущенных акций определенным количеством новых акций.*

ных предприятий и предприятий розничной торговли, финансовых учреждений, таких, как банки и страховые компании. Количество акций, выпущенных компаниями, зависит от размера акционерного объединения (корпорации) и его финансовых потребностей. Обыкновенная акция не имеет срока погашения и вследствие этого остается непогашенной в течение неопределенного времени.

Эмиссия обыкновенных акций может осуществляться несколькими способами. Одним из популярных способов является **открытое размещение**. Акционерное объединение, сотрудничая со своим гарантом по первичному размещению выпуска ценных бумаг, просто предлагает широким слоям инвесторов определенное количество акций, представляющих ее капитал, по установленному курсу. На рис. 6.3 изображено объявление о таком предложении. Заметьте, что компания "Чеймберз дивелопмент" выпускает в обращение около 3 млн. обыкновенных акций по курсу 25 долл. за акцию. После выпуска новые акции сольются с ранее выпущенными в обращение акциями, что в конечном итоге выразится в увеличении количества акций в обращении. **Предложение прав на акции** представляет другой популярный способ эмиссии обыкновенных акций. Подобное предложение является обязательным в тех штатах, в которых существует требование предоставлять имеющимся акционерам право первого рассмотрения новых акций и возможность их приобретения пропорционально текущей доле акционера в собственности компании*. Например, если в настоящий момент акционер владеет 1% акций компании, а компания выпускает дополнительно 10 000 акций, то этот акционер получит возможность (через предложение права на акции) приобрести 1% (или 100) акций нового выпуска.

Еще одним способом эмиссии обыкновенных акций является использование **отсроченных обыкновенных акций**. Варранты и конвертируемые ценные бумаги дают возможность их владельцам приобрести оговоренное количество обыкновенных акций по заранее установленному курсу в течение конкретного периода (это касается варрантов) или обменять их на определенное количество обыкновенных акций (это касается конвертируемых ценных бумаг). Независимо от выбранного способа ценные бумаги первоначально эмитируются в одной форме, а позднее конвертируются в обыкновенные акции. Конечный результат аналогичен тому, который имеет место при выпуске ценных бумаг в широкую продажу или при предложении прав на акции: в структуре капитала компании появляется больше собственного акционерного капитала и возрастает количество акций в обращении.

Дробление акций

Компании могут также прибегать к увеличению количества своих выпущенных в обращение акций посредством исполнения операции, известной как **дробление акций**. Объявляя о проведении дробления акций, компания просто извещает о своем намерении увеличить количество ранее выпущенных ею в обращение акций путем обмена каждой из уже обращающихся акций

* Как правило, выпуск прав нацелен на стимулирование размещения нового выпуска обыкновенных акций. Поэтому эмитент устанавливает льготный курс покупки обыкновенных акций и ограниченный период действия данных льгот (около 8 недель), т.е. прав. Распространение такой формы размещения привело к тому, что у корпорации образуется "рынок прав", когда одна часть ее акционеров продает эти права другой части акционеров в течение периода действия. (*Прим. науч. ред.*)

This advertisement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy these securities. The offering is made only by the Prospectus.

2,850,000 Shares

CHAMBERS

Chambers Development Company, Inc.

Class A Common Stock

Price $25 Per Share

Copies of the Prospectus may be obtined from any of the several Underwriters only in states in which such Underwriters are qualified to act as dealers in securities and in which the Prospectus may be legally distributed.

Dean Witter Reynolds Inc.

Kidder, Peabody & Co. Incorporated

First Analysis Securities Corporation

Bear, Stearns & Co. Inc. — **The First Boston Corporation** — **Alex. Brown & Sons** Incorporated

Dillon, Read & Co. Inc. — **Donaldson, Lufkin & Jenrette** Securities Corporation — **Drexel Burnham Lambert** Incorporated

Goldman, Sachs & Co. — **Lazard Frères & Co.** — **Merrill Lynch Capital Markets**

PaineWebber Incorporated — **Prudential-Bache Capital Funding**

Salomon Brothers Inc — **Shearson Lehman Hutton Inc.**

Smith Barney, Harris Upham & Co. Incorporated — **Wertheim Schroder & Co.** Incorporated

Bateman Eichler, Hill Richards Incorporated — **Sutro & Co.** Incorporated

April 25, 1989

РИС. 6.3. Объявление о проведении эмиссии обыкновенных акций

Компания "Чеймберз дивелопмент" осуществляет эмиссию 2850 обыкновенных акций по курсу 25 долл. за одну акцию, последствием которой станет приток нового капитала на сумму более чем 71 млн. долл. (*Источник: The Wall Street Journal*, April 25, 1989.)

на определенное количество новых. Так, например, при дроблении акций в соотношении 2 : 1 две новые акции заменяют каждую ранее выпущенную акцию; при дроблении акций в соотношении 3 : 2 три новые акции заменяют каждые две ранее выпущенные в обращение акции. Таким образом, акционер, владевший 200 акциями до проведения дробления в соотношении

2 : 1, автоматически становится владельцем 400 акций, в то время как тот же самый инвестор стал бы держателем 300 акций, если бы дробление проходило в соотношении 3 : 2.

Компании прибегают к дроблению акций в тех случаях, когда, полагая, что курсы слишком высоки, стремятся увеличить коммерческую привлекательность акций путем снижения их рыночной стоимости. На самом деле, до тех пор пока дробление акций не сопровождается большим увеличением уровня дивидендов, рыночные курсы акций, как правило, снижаются в пропорции, близко совпадающей с условиями дробления. Следовательно, используя соотношение количества ранее выпущенных в обращение акций с вновь выпущенным, можно ожидать, например, что акция стоимостью 100 долл. будет реализована по цене 50 долл. или близкой к ней после проведения дробления акций в соотношении 2 : 1. В частности, разделив первоначальную стоимость акции, равную 100 долл., на величину отношения новых акций к старым (2 : 1), получим: 100 долл. : (2 : 1) = 100 долл. : 2 = 50 долл. Та же самая акция стоимостью 100 долл. будет продана примерно по цене 67 долл. после проведенного дробления акций в соотношении 3 : 2 [100 долл. : (3 : 2) = 100 долл. : 1,5 = 67 долл.]. Значительное число дроблений осуществляется для увеличения количества акций в обращении. Вместе с тем порой объявляется о **консолидации (или обратном дроблении) акций**. Консолидация уменьшает количество акций в обращении и увеличивает биржевой курс акции путем обмена части одной вновь выпущенной акции на каждую ранее выпущенную. Так, например, при обратном дроблении акций в соотношении 1 : 2 одна новая акция обменивается на две ранее выпущенные. Обратное дробление используется также для повышения коммерческой привлекательности акций с помощью доведения их курса до более высокого уровня. (Популярная разновидность дробления акций, известная под названием *дивиденд в виде акций*, будет рассмотрена далее по тексту данной главы.)

Консолидация (или обратное дробление) — *это операция, посредством которой компания-эмитент уменьшает количество своих ранее выпущенных в обращение акций, обменивая часть номинала новой акции на каждую ранее выпущенную акцию.*

Акции, выкупленные из обращения

Иногда корпорации считают целесообразным уменьшение количества акций, имеющихся на руках у инвесторов, и они осуществляют это, выкупая собственные акции. Подобные *операции скупки корпорацией собственных акций* стали весьма популярными среди корпораций начиная с 1983 г. и в результате привели к *35%-му* сокращению объема обыкновенных акций, обращающихся на фондовом рынке. Обычно компании выкупают собственные акции, когда считают их недооцененными (т.е. оцененными ниже действительной стоимости) на рынке. Когда это случается, собственный капитал компании становится заманчивым объектом инвестирования, и те компании, которые могут позволить себе операции выкупа, начинают скупать свои акции на открытом рынке, становясь простым инвестором, как любой индивидуальный или институциональный инвестор. После того как акции приобретены, они называются **акциями, выкупленными из обращения**. С формальной точки зрения к ним относят акции, выпущенные в обращение и впоследствии выкупленные с рынка компанией-эмитентом. Корпорация хранит такие акции и может использовать их в целях проведения операций слияния и поглощения компаний, либо в рамках программы льготного приобретения акций сотрудниками компании через систему

Акции, выкупленные из обращения, — *это акции, выпущенные и впоследствии выкупленные компанией-эмитентом и оставшиеся в ее владении.*

опционных контрактов, либо как средство выплаты дивидендов в виде акций, либо просто для хранения в компании в течение неопределенного периода. Результат выкупа компанией своих акций, с точки зрения инвестора, будет, конечно, различным в зависимости от объема выкупленных акций. Если программа скупки акций значительна, то требования отдельного акционера на долю в прибыли станут возрастать*, что, в свою очередь, будет способствовать росту выигрыша для акционеров, так как подобные меры оказывают положительное влияние на рыночный курс акций.

Классифицированные обыкновенные акции

Классифицированные обыкновенные акции — *это обыкновенные акции, выпущенные согласно разным категориям, каждая из которых наделяет владельцев различающимися привилегиями.*

Как правило, все акционеры корпораций имеют равные выгоды от прав собственности. Однако время от времени компания выпускает в обращение разные категории обыкновенных акций, каждая из которых наделяет владельцев разными привилегиями. Такие выпуски известны под названием **классифицированных обыкновенных акций**. По оценкам специалистов, эти категории акций созданы более чем 300 компаниями, имеющими в открытой продаже акции. Даже в рамках одной компании-эмитента, использующей такой подход, категории обыкновенных акций будут отличаться друг от друга и иметь разную стоимость. Классифицированные обыкновенные акции принято использовать для разграничения различных прав голосования и (или) для обозначения различных обязательств по выплате дивидендов. Класс *A*, например, мог бы использоваться для обозначения акций, не дающих владельцу права голоса, а класс *B* — для обозначения права голоса, или по акциям класса *A* могли бы не выплачиваться дивиденды, в то время как по акциям класса *B* предполагались бы регулярные дивидендные выплаты. Один из вариантов применения данной концепции, использованный компаниями сферы коммунальных услуг, сводится к автоматическому реинвестированию дивидендного дохода в дополнительные акции компании по акциям категории *A* и выплату дивидендов наличными по акциям категории *B*. Ряд компаний в своих системах классификации *сочетает* предоставление прав голоса и получение привилегий по дивидендам. Акции категории *A* могут не предоставлять владельцам права голоса, но предполагать получение огромных дивидендов; акции категории *B* могут предоставлять владельцам дополнительные права голоса, но предписывают получение ничтожных дивидендов; а акции категории *C* могут предоставлять владельцам как нормальное право голоса, так и получение привилегий по дивидендам.

В этой области на фоне других компаний заметным является опыт компании "Форд мотор", которая имеет две категории выпущенных в обращение акций: акции категории *A* предназначены для охвата широких слоев инвесторов, а акции категории *B* находятся во владении у членов семьи Форда, их доверительных фондов или корпораций. Обе категории акций предусматривают одинаковое распределение дивидендов, но акции категории *A* предоставляют один голос на акцию, а права голосования владельцев акций категории *B* структурированы таким образом, что семье Форда принадле-

*Следует подчеркнуть, что на самом деле выкупленные акции теряют права голоса и права на дивиденды до тех пор, пока они находятся в компании. Одновременно их суммарный номинал в соответствии с международными стандартами бухучета вычитается из уставного капитала, тем самым собственный капитал уменьшается. (*Прим. науч. ред.*)

жит 40% акций компании. Аналогичные категории акций используются компаниями "Вашингтон пост", "Дженерал мидиа", "Доу Джонс энд компани", а также "Эдолф Курз компани". "Дженерал моторс" также выпускает в обращение классифицированные акции, но делает это, используя нетрадиционный прием. Другими словами, в дополнение к своим обыкновенным акциям компания также владеет акциями категорий *E* и *H*. Акции категорий *E* и *H* были выпущены в связи с операциями слияния компаний, которые провела "Дженерал моторс": эмиссия акций категории *E* произошла после приобретения ею корпорации "Электроник дейта систем", а категории *H* — после приобретения ею компании "Хьюз эйркрафт". Акции категорий *E* и *H* предусматривали уменьшение прав голосования, а дивиденды по ним были связаны с прибылью соответствующих операционных подразделений. Так, например, "Дженерал моторс" выплачивает 25% прибыли, получаемой от "Хьюз эйркрафт", владельцам акций класса *H*; таким образом, если прибыли упомянутой компании станут возрастать, то соответственно будут увеличиваться дивиденды по акциям *H*. Независимо от специфики при наличии более чем одной категории акций в обращении инвесторам следует обязательно определить привилегии, права и ограничения каждой категории, ***прежде чем*** приобретать акции компании.

Покупка и продажа акций

Независимо от того, какую операцию проводит инвестор — покупку или продажу акций, он должен быть знаком с тем, как происходит котировка акций, а также с тем, каковы затраты на проведение сделок с обыкновенными акциями. Несомненно, существенным элементом при принятии инвестором решений о покупке-продаже акций является отслеживание текущих курсов. По существу, этот элемент является звеном в процессе принятия решений, позволяющим инвестору понять, оценены ли акции ниже их подлинной стоимости (и, таким образом, представляют выгодное ***приобретение***) или выше их подлинной стоимости (и вследствие этого они предназначены для ***продажи***). Аналогичным образом, важно знать затраты, возникающие при заключении сделок с акциями, поскольку они могут сказаться на величине прибыли, получаемой от инвестиций. В самом деле, порой только затраты на осуществление операций с акциями поглощают бóльшую часть или всю прибыль от инвестиций, из чего следует, что к данным затратам надо относиться серьезно.

Котировки акций

Инвесторы, размещающие капитал на фондовом рынке, привыкли полагаться на высокоэффективную информационную систему, посредством которой сведения о курсах акций быстро распространяются среди широких слоев населения. Курсы акций, ежедневно появляющиеся в финансовой прессе, являются важнейшей частью этой информационной системы. Чтобы увидеть, как формируются котировки акций и что они означают, рассмотрим котировки, ежедневно (с понедельника по пятницу) публикуемые в "Уолл-стрит джорнэл". Эти котировки дают не только самые последние курсы каждой акции, но также и много дополнительной информации.

Ниже представлен ряд котировок акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. Для иллюстрации воспользуемся котировками акций компании “Уолт Дисней”. Они были опубликованы в “Уолл-стрит джорнэл” в четверг, 26 января 1989 г., и описывают операции с ценными бумагами, проведенные за предыдущий день, 25 января 1989 г. Беглый взгляд на котировки позволяет увидеть, что биржевой курс акций выражен в восьмых долях доллара, при этом каждая восьмая ($^1/_8$) эквивалентна 12,5 цента. Первые два столбца, озаглавленные как *Hi* и *Lo*, содержат соответственно самый высокий и самый низкий курс, по которому продавалась акция компании в течение последних 52 недель. Отметьте, что курсы акций компании “Дисней” колебались между 54 и $71^1/_8$ в течение 52-недельного периода, который за-

Disney Stock[14] →

52 Weeks[1] Hi[2]	Lo[3]	Stock[4]	Sym[5]	Div[6]	Yld %[7]	PE[8]	Vol 100s[9]	Hi[10]	Lo[11]	Close[12]	Net Chg[13]
8 3/8	4	DianaCp	DNA		...	...	10	5	4 7/8	4 7/8 –	1/8
48	34	Diebold	DBD	1.40	3.4	15	409	41 1/8	40 1/2	40 7/8 +	1/8
38	16 1/2	DigitalComm	DCA		...	13	1355	25	23 7/8	24 1/2 –	1/2
127 3/8	86 3/8	DigitalEqp	DEC		...	12	17032	111 3/4	109 1/2	111 5/8 +	3
21 1/4	12	DimeSvgNY	DME	.60	4.8	5	1425	12 7/8	12 1/4	12 3/8 –	3/8
↑ 71 7/8	54	Disney	DIS	.40	.6	19	7936	72 1/2	71 3/4	72 +	1/2
29 5/8	23 1/2	DivrsEngies	DEI	1.52	6.3	11	219	24	23 3/4	24	...
6 1/8	3 1/2	Divrsind	DMC		...	...	37	6 1/8	6	6 1/8	...
47 1/4	40 7/8	DominRes	D	3.20	7.5	9	502	42 5/8	42 3/8	42 1/2	...
13 5/8	9 5/8	Domtar	DTC	.50	...	...	1828	13 1/2	13 3/8	13 1/2 +	1/8
s 25 3/4	17 3/4	Donaldson	DCI	.38	1.8	11	48	20 7/8	20 5/8	20 3/4 +	1/8
38 3/4	30 5/8	Donelley	DNY	.78	2.1	15	1559	36 7/8	36 1/4	36 7/8 +	1/4
s 36 5/8	26 5/8	Dover	DOV	.68	2.3	13	637	29 5/8	29 1/8	29 1/2 +	1/8
93	76 3/4	DowChem	DOW	2.80	3.0	8	9083	92 1/2	91 5/8	92 1/2 +	1
36 1/2	27 3/4	DowJones	DJ	.72	2.3	13	1488	31 1/2	30 3/4	31 1/4 +	3/8
19 5/8	13 1/4	DowneySL	DSL	.40	2.3	10	34	17 5/8	17 3/8	17 5/8 +	1/4
17 3/8	11 5/8	Dravo	DRV		...	29	784	17	16 7/8	17 +	1/8
35 5/8	24 3/8	Dressering	DI	.80	2.6	14	1372	30 7/8	30 1/2	30 1/2	...
10 1/2	5	Dresher	DSR	.16	2.8	11	143	5 3/4	5 1/2	5 5/8 –	3/8
30 1/2	24 1/4	Dreyfus	DRY	.52	1.9	12	636	28 1/2	27 3/4	28 –	3/8
10 1/2	9 3/8	DreyfusMuni	LEO	.78a	7.5	...	246	10 1/2	10 3/8	10 1/8	...
n 12	10 3/8	DreyfStrGvfd	DSI	1.20	10.9	...	107	11	10 7/8	11 +	1/8
↑ 96 3/8	77 3/8	DuPont	DD	3.80	3.9	11	13495	98 1/2	95 1/2	98 1/2 +	2 1/8
57	49 3/4	DuPont pf		4.50	8.9	...	14	50 3/4	50 3/4	50 3/4 –	1/4
x 9 3/8	7 3/4	DuffPhelps	DNP	.72a	8.6	...	x2558	8 1/2	8 3/4	8 3/8 –	1/8
49	42 1/2	DukePwr	DUK	2.96	6.4	9	447	46 5/8	46 1/4	46 3/8 +	1/8
97 1/2	88	DukePwr pf		8.70	9.5	...	z100	92	92	92 +	1/2
90 1/2	82	DukePwr pf		8.20	9.4	...	z7540	88	87 1/4	87 1/4 +	1/4

(*Источник: The Wall Street Journal*, January 26, 1989.)

[1] 52 недели.
[2] Самый высокий курс акции.
[3] Самый низкий курс акции.
[4] Акции компании.
[5] Сокращенное название (аббревиатура) выпуска акций.
[6] Дивиденды наличными.
[7] Текущая доходность (в %).
[8] “Кратное прибыли”.
[9] Оборот акций в лотах по 100 шт.
[10] Самый высокий курс акции.
[11] Самый низкий курс акции.
[12] Последний курс дня.
[13] Нетто-изменение курса ценной бумаги в течение биржевого дня.
[14] Акции компании “Дисней”.

вершился 25 января. Кстати, обратите внимание на указывающую вверх стрелку (↑), помещенную на полях. Она означает, что курс акций достиг новой высокой отметки для начинающегося года. Справа от названий компаний перечислены *сокращенные названия эмитентов* (акции компании "Дисней" обозначаются аббревиатурой *DIS*). Эти названия акций представляют те сокращения, которые используются на *лентах телетайпов*, в брокерских фирмах, а также применяются в финансовых новостях по телевидению как опознавательный знак конкретного эмитента. Цифра, помещенная непосредственно после сокращенного названия выпуска, обозначает годовой дивиденд, выплачиваемый наличными по каждой акции. В следующем столбце представлен показатель текущей доходности* акций, а далее коэффициент "кратное прибыли", или *P/E***. Показатели ежедневного объема следуют за коэффициентом *P/E*; количественный объем биржевых сделок регистрируется в лотах (партиях) по 100 шт., следовательно, цифра 7936 означает, что 25 января на фондовой бирже реальный объем акций компании "Дисней", по которым были совершены сделки, составил 793 600 шт. Следующие три столбца, а именно *Hi*, *Lo* и *Close*, содержат соответственно самый высокий и самый низкий курс, а также курс акций на момент окончания торговли акциями на бирже в конкретный день котировки. И наконец, последний столбец — *нетто-изменение курса ценной бумаги в течение биржевого дня* — показывает, что 25 января курс акции компании "Дисней" на момент окончания торговой сессии по акциям на бирже поднялся на $^1/_2$. Это означает, что акция компании имела последнюю котировку дня на $^1/_2$ пункта выше, чем в предыдущий день (другими словами, курс предыдущего дня для акции компании "Дисней" составлял $71^1/_2$).

Аналогичная базовая система котировки ценных бумаг используется для акций Американской фондовой биржи и *некоторых видов* акций, обращающихся на внебиржевом рынке. На самом деле ценные бумаги, обращающиеся на внебиржевом рынке, с точки зрения их котировки можно разделить на две группы: ценные бумаги, котирующиеся в Системе автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг США *(NASDAQ)* (их принято называть ценными бумагами национального рынка. — *Прим. науч. ред.*), и прочие внебиржевые ценные бумаги. К ценным бумагам первой группы относятся активно обращающиеся акции крупнейших компаний; *их котировка осуществляется подобно тому, как проводится котировка на Нью-Йоркской фондовой бирже*. Все иные виды внебиржевых ценных бумаг (а к ним относится подавляющее большинство ценных бумаг внебиржевого рынка) котируются на основе *курса спроса*, или *предлагаемого курса (bid)*, и *курса предложения*, или *запрашиваемого курса (ask)*. (Вспомните, что курс спроса — это всегда самый высокий, который предлагает покупатель, а курс предложения — минимальный, но приемлемый для продавца ценных бумаг.) Ниже приводится пример из раздела "Предлагаемые и запрашиваемые курсы ценных бумаг *NASDAQ*", который публикуется в "Уолл-стрит джорнэл":

---

* Текущая доходность — это отношение дивидендов к курсу акции. (*Прим. науч. ред.*)

** "Кратное прибыли", или *P/E*, — это коэффициент, равный частному от деления текущего курса акций на показатель "прибыль на одну акцию" *(EPS)*, который, в свою очередь, равен частному от деления чистой прибыли после выплаты дивидендов по привилегированным акциям на количество обыкновенных акций в обращении. (*Прим. науч. ред.*)

Акции и дивиденды	Продажа с торгов ценных бумаг полными лотами (по 100 шт.)	Курс покупателя	Курс продавца	Нетто-изменение курса ценной бумаги в течение биржевого дня
Компания "Краун Америкен" 0,40	115	$12^1/_4$	13	$-^1/_4$

Здесь указаны название компании и размер выплачиваемых денежных дивидендов, а также объем продаж через торги стандартными партиями, полными лотами (115 = 11 500 акций, по которым были совершены торговые операции). Затем приводятся *самый высокий зарегистрированный курс* потенциального покупателя (*bid*) за текущий биржевой день, а также *самый низкий курс* потенциального продавца (*ask*). В заключение показано нетто-изменение запрашиваемого курса ценной бумаги. В дополнение к данным ценным бумагам внебиржевого рынка существуют тысячи малых, вяло циркулирующих на фондовом рынке ценных бумаг, курсы которых *нерегулярно* публикуются в финансовой прессе. К ним относятся так называемые *акции с "розовых страниц"**, единственный путь узнать их курс — связаться со своим брокером.

Затраты на проведение торгов с ценными бумагами

Полный лот — *это стандартная партия ценных бумаг, равная 100 единицам или числу, кратному ста.*

Неполный лот — *это нестандартная партия ценных бумаг, количество которых меньше 100.*

Договорные комиссионные — *это затраты на проведение торговых операций по купле-продаже ценных бумаг, объем которых является предметом договора между брокерами (брокерскими фирмами), с одной стороны, и институциональными инвесторами или состоятельными частными инвесторами — с другой.*

Обыкновенные акции могут приобретаться полными и неполными лотами. **Полный лот** включает 100 акций или кратное им число; **неполный лот** обозначает операции с менее чем 100 акциями. Продажа 400 акций будет расцениваться как операция с полным (стандартным) лотом, а покупка 75 акций будет рассматриваться как операция с неполным (нестандартным) лотом. Сделка с 250 акциями будет представлять сочетание двух полных и одного неполного лота. Затраты на осуществление операций с обыкновенными акциями чрезвычайно возросли со времени введения (1 мая 1975 г.) договорных комиссионных фондовым брокерам. По сути дела, **договорные комиссионные** предполагают нефиксированный размер комиссионных сборов, выплачиваемых брокерам. Вместе с тем на практике большинство брокерских фирм имеют установленный прейскурант комиссионных сборов, который распространяется на мелкие торговые операции. В результате, несмотря на то что крупные институциональные инвесторы и состоятельные частные инвесторы не испытывают проблем с выплатой вознаграждений брокерским фирмам на договорных началах, эта форма оплаты не доказала своей выгодности для инвесторов среднего достатка.

Фактически инвестор сталкивается с двумя типами затрат, связанных с осуществлением операций по купле или продаже ценных бумаг. Главным компонентом, конечно, выступают комиссионные брокеру, выплачиваемые на момент проведения сделки. Как правило, эти комиссионные составляют от 1 до 5% по большинству операций с акциями, но они могут быть значительно выше, особенно для сделок с малым количеством акций. В табл. 6.2 приводится

* *Pink Sheets*, или акции с "розовых страниц", получили это жаргонное название из-за цвета страниц Бюллетеня Национального бюро котировок, который является ежедневным изданием Системы автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (*NASDAQ*). В этом Бюллетене публикуются не только курсы покупателя и продавца, но и данные о "маркет-мейкерах", которые работают с этими акциями. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 6.2 Прейскурант брокерских комиссионных за операции с обыкновенными акциями (в долл.)

Курс акции	Количество акций						
	5	10	25	50	100	200	500
1	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	59,81
5	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	44,90	101,13
10	35,00	35,00	35,00	35,00	35,92	66,77	129,73
25	35,00	35,00	35,00	37,52	58,71	103,63	225,03
35	35,00	35,00	35,00	45,79	70,15	132,11	284,83
50	35,00	35,00	37,26	58,18	84,77	168,00	354,60
75	35,00	35,00	47,58	72,48	88,52	175,97	434,33
100	35,00	35,00	57,91	84,23	88,52	175,97	438,33
125	35,00	37,10	65,06	87,99	88,52	175,97	438,33
150	35,00	41,22	72,21	87,99	88,52	175,97	438,33

Источник: Одна из ведущих брокерских фирм. (*Примечание.* Величина этих комиссионных, несомненно, подлежит пересмотру; кроме того, одни брокеры или дилеры могут взимать более высокие комиссионные за свои услуги, другие — более низкие.)

прейскурант комиссионных сборов, которым пользуется одна из крупнейших брокерских фирм. Неудивительно, что сумма комиссионных возрастает по мере того, как увеличиваются количество и курсы акций, по которым совершаются торги. Таким образом, затраты инвестора на продажу 50 акций, имеющих курс 10 долл. за акцию, составляют 35 долл., в то время как затраты по операции продажи 200 акций с курсом 75 долл. за акцию — 175,97 долл. Несмотря на то что стоимость в долларовом выражении, по всей видимости, возрастает пропорционально увеличению объема сделки, в относительном выражении она фактически снижается. Так, например, в вышеприведенных примерах комиссионные брокерам за проведение операции с 50 акциями составляют 7% стоимости самой сделки, в то время как затраты на операцию с 200 акциями составляют 1,1%. Ясно, что сделки с неполными лотами быстро увеличивают размер затрат на операции продажи. Это объясняется тем, что все операции, проходящие в торговых залах большинства фондовых бирж, совершаются в *полных* лотах, и поэтому покупка или продажа неполными лотами требует участия особого посредника — "специалиста", или дилера, по нестандартным партиям ценных бумаг. Обычно это приводит к возникновению ***надбавки за нестандартные лоты*** от 12,5 до 25 центов на акцию, которая добавляется к обычным комиссионным, что увеличивает затраты на проведение подобных сделок. В самом деле, достаточно высокие затраты на совершение сделок с ценными бумагами в неполных лотах делают выгодными сделки в полных лотах везде, где это только представляется возможным. К другим компонентам затрат по осуществлению торгов ценными бумагами относятся трансферты*, а

* Под трансфертами здесь имеется в виду специальный налог на передачу ценных бумаг, который обычно платит продавец ценных бумаг. Он устанавливается местными органами или правительством штата, на территории которых находится агент, передающий ценные бумаги. Обычно данный налог рассчитывается на основе курса ценной бумаги, но в ряде штатов — на базе номинальной стоимости. Если объект сделки — акции без номинала, то расчет трансферта происходит со 100 долл., к которым приравнивается стоимость таких акций. (*Прим. науч. ред.*)

также налоги, взимаемые с *продавца* ценных бумаг. К счастью, эти сборы невелики в сравнении с комиссионными брокерам.

Дисконтный брокер — *это брокер, проводящий операции с ценными бумагами и выполняющий заказы клиентов за значительно сниженные комиссионные.*

Прейскурант комиссионных, показанный в табл. 6.2, является действующим и используется в одной из брокерских фирм, предоставляющих полный комплекс услуг по операциям с ценными бумагами. Торги ценными бумагами могут также осуществляться через **дисконтных брокеров**. Эти брокеры участвуют в посредничестве, по сути дела, для того, чтобы выполнять заказы своих клиентов за *значительно сниженные комиссионные*. Ниже перечислены ведущие дисконтные брокерские фирмы и те фирмы, которые осуществляют полный комплекс операций с ценными бумагами:

- *Дисконтные брокерские фирмы:*
  "Браун энд компани"
  "Булл энд бир секьюритиз"
  "Чарлз Шваб"
  "Файделити брокередж сервис"
  "Мьюриел Сиберт энд компани"
  "Квик энд Рейли"
  "Роуз энд компани"
  "Вэнгард дискаунт брокерс"
- *Брокерские фирмы, осуществляющие полный комплекс операций с ценными бумагами:*
  "А.Г. Эдвардз энд санз"
  "Дин Уиттер"
  "Киддер, Пибоди"
  "Меррилл Линч"
  "Пэйн Уэббер"
  "Пруденшл-бейч секьюритиз"
  "Ширсон Леман Хаттон"
  "Смит Барни, Хэррис Апхем"

Как правило, дисконтные брокерские фирмы наиболее подходят для активных инвесторов, которые работают с полными лотами и не заинтересованы в получении других брокерских услуг. Дисконтные брокеры обычно стремятся иметь низкие накладные расходы и предлагают немногочисленные виды услуг своим клиентам. Проведение операции начинается с того, что клиент звонит по бесплатному телефонному номеру и размещает свой заказ на покупку или продажу желаемого количества акций. Затем заказ выполняется брокером по наиболее выгодному для него курсу, а подтверждение проведенной сделки с описанием деталей высылается по почте сразу по ее завершении. Для того чтобы не поощрять малые заказы, большинство дисконтных брокеров взимают минимальный комиссионный сбор в размере от 25 до 45 долл. Обычно в зависимости от объема сделки дисконтные брокеры могут сэкономить инвестору от 30 до 80% комиссионных, взимаемых брокерскими фирмами, предоставляющими полный комплекс услуг по ценным бумагам. Краткое сравнение комиссионных сборов двух названных типов брокерских фирм приводится в табл. 6.3.

ТАБЛИЦА 6.3 **Сравнение комиссионных брокерских фирм с полным комплексом услуг и дисконтных брокерских фирм (в долл.)**

Тип брокера	Объем операции с ценными бумагами 3000 долл. (100 акций по 30 долл.)	5000 долл. (500 акций по 10 долл.)	10 000 долл. (1000 акций по 10 долл.)	15 000 долл. (300 акций по 50 долл.)	25 000 долл. (500 акций по 50 долл.)
Типичная брокерская фирма с полным комплексом услуг (в долл.)	65	130	240	235	355
Типичная дисконтная брокерская фирма (в долл.)	40	60	80	60	80
Комиссионные дисконтного брокера как доля в комиссионных брокерских фирм с полным комплексом услуг (в %)	61	46	33	25	22

Права и процедуры голосования

Годовое собрание акционеров — *это проводимое раз в год собрание акционеров компании, во время которого рассматривается годовой отчет о результатах деятельности компании, проводятся выборы членов правления и решаются другие специальные вопросы управления компанией.*

Владельцы обыкновенных акций, как правило, наделены правом голоса по вопросам, связанным с общей деятельностью корпорации. Принцип, на котором зиждется данное право, состоит в том, что, поскольку акционеры являются владельцами, они должны вносить свой вклад в решение важных вопросов, влияющих на размеры прибыли и дивидендов. Несомненно, что акционеры не участвуют в голосовании по принятию всего разнообразия менее значительных решений, связанных с деятельностью компании. Вместо этого на повестку дня выносятся главные вопросы, голосование по которым проходит во время **годового собрания акционеров**. Подобные собрания проводятся обычно либо в главном представительстве компании, либо в непосредственной близости к нему. Участие в нем всех акционеров независимо от количества акций, которыми они владеют, всегда приветствуется компаниями. На этом собрании обсуждаются годовой отчет и перспективы деятельности компании, проводятся выборы членов правления, а также голосование по особым вопросам. Если акции, выпущенные компанией в обращение, не классифицированы по статусу, то каждый акционер наделен правом одного голоса на каждую акцию, находящуюся в его владении. Если акционер не в состоянии присутствовать на собрании, он может подать свой голос по доверенности. *Доверенность* — это форма с подписью акционера, предписывающая передачу права акционера на участие в голосовании другой стороне, обычно члену совета директоров, который затем обязан подать голос согласно указанию акционера. На рис. 6.4 приводится типичный образец доверенности. Для того чтобы доверенность была действительной, она должна быть подписана акционером с указанием даты и представлена до начала проведения собрания.

Голосование акционеров путем простого большинства и путем сложения голосов по акциям

Голосование акционеров путем простого большинства — *это наиболее распространенный метод голосования акционеров, при котором каждый из них наделен правом одного голоса в расчете на одну акцию, находящуюся у него во владении, а также правом подачи принадлежащего ему количества голосов за каждую позицию, выдвигаемую правлением компании.*

Голосование акционеров путем сложения голосов по акциям (кумулятивное голосование) — *это метод голосования, при котором акционеры отдают все принадлежащие им суммарные голоса в любом удобном для них порядке.*

Существует два метода, согласно которым акционеры могут отдавать свои голоса при выборе членов совета директоров. Наиболее распространенной системой является та, которая известна под названием **голосование путем простого большинства**. Каждый акционер наделен правом одного голоса в расчете на одну акцию, находящуюся у него во владении, и он может отдавать принадлежащее ему количество голосов за каждую позицию, выдвигаемую правлением компании. Таким образом, если вы являетесь держателем 100 акций и принимаете участие в избрании трех кандидатов в директора, то обладаете правом подачи 100 голосов за *каждого* из трех кандидатов. (Кандидаты, получившие большинство голосов, считаются избранными.) Такая система исключает возможность выбора членов правления меньшинством в своих интересах. Альтернативной системой, разработанной с целью избежания или, по крайней мере, максимального уменьшения этой проблемы, является **голосование путем сложения голосов по акциям**. (Около 10 штатов США требуют от акционеров использования последнего метода, в других разрешается пользование им как альтернативным.) Данная система позволяет акционерам отдавать все *суммарные голоса* в любом удобном для них порядке. Если использовать вышеприведенный пример, в котором инвестор являлся держателем 100 акций и голосовал за выбор трех директоров, то при данном методе все 300 голосов могут быть отданы за *одного* директора. Преимущество такой системы состоит в том, что она дает возможность меньшинству акционеров выбрать, по крайней мере, одного или двух директоров, которые будут представлять их интересы в правлении компании.

Стоимость обыкновенных акций

Стоимость обыкновенной акции можно описать, прибегнув к нескольким методам. Такие термины, как номинальная стоимость, балансовая стоимость, рыночная и инвестиционная стоимость, так или иначе находят отражение в средствах массовой информации по финансовой проблематике, и каждый из них описывает определенное свойство рассматриваемой акции с точки зрения бухгалтерского учета, инвестирования или в аспекте формирования курсов.

Номинальная стоимость

Номинальная стоимость — *это объявленная, или нарицательная, стоимость одной акции.*

Термин **номинальная стоимость** обозначает объявленную, или нарицательную, стоимость одной акции. Она не является мерой измерения каких-либо свойств акции и, таким образом, за исключением бухгалтерского учета, является относительно бесполезной. Во многом этот вид стоимости представляет шаг назад, к началу времени действия законодательства о корпорациях, когда номинальная стоимость служила основой для оценки юридической ответственности акционеров. Поскольку это понятие либо имеет несущественное значение для инвесторов, либо не имеет его вовсе, многие акции теперь выпускаются без номинала или с низким номиналом.

PROXY

THE GREYHOUND CORPORATION
418 GREYHOUND TOWER, PHOENIX, ARIZONA 85077

The undersigned hereby appoints John H. Johnson, Dennis C. Stanfill and John W. Teets, and each of them, to have all the powers hareunder, including full power of substitution, as Proxies for the undersigned to vote as indicated below at the Annual Meeting of Shareholders of The Greyhound Corporation to be held on Tuesday, May 9, 1989, and at any adjournment thereof, all shares of stock which the undersigned is entitled to vote, with all voting rights the undersigned would have if personally present.

The Board of Directors recommends a vote FOR:

1. Election of the class of directors whose term expires in 1992:

☐ FOR all nominees listed below (except as indicated to the contrary below) ☐ WITHHOLD AUTHORITY to vote for all nominess listed below

Jess Hay John H. Johnson Allen E. Paulson

(INSTRUCTION: To withhold authority to vote for any of the above nominees write that nominee's name in the space below.)

2. ☐ FOR ☐ AGAINST ☐ ABSTAIN Ratification of the appointment of Touche Ross & Co. as the independent public accountants of the Company for 1989

The Board of Directors recommends a vote AGAINST:

3. ☐ FOR ☐ AGAINST ☐ ABSTAIN Shareholder proposal regarding animal testing of consumer products

PLEASE SIGN AND DATE OF REVERSE SIDE AND RETURN PROMPTLY IN THE ENCLOSED ENVELOPE

64247

4. In their discration, the Proxies are authorized to vote upon such other business as may properly come before the meeting and to vote cumulatively in the election of directors unless contrary directions are given.

This proxy when properly executed will be voted in the manner directed herein by the undersigned shareholder. If no direction is given, thes proxy will be voted FOR proposals 1 and 2 and AGAINST proposal 3.

Deted ____________, 1989

____
Signature

____
Signature if held jointly

Please sign exactly as name appears above. When shares are held by joint tenants, both should sign. When signing as attorney, executor, administrator, trustee or guardian, please give full title as such. If a corporation, please sign in full corporate mane by president or other authorized officer. If a partnership, please sign in partnership name by authorized person.

THIS PROXY IS SOLICITED ON BEHALF OF THE BOARD OF DIRECTORS

РИС. 6.4. Типичный образец доверенности на передачу права участия в голосовании на ежегодном собрании акционеров

Данная доверенность, недействительная до момента подписания ее акционером, наделяет владельцев акций правом голоса без их фактического присутствия на собрании, позволяет подать голос за членов правления компании, одобрить назначение Туша Росса на должность аудитора и бухгалтера, проголосовать за предложение одного из акционеров о проведении тестирования на животных, а также по другим вопросам, требующим одобрения акционеров. (*Источник:* The Greyhound Corporation.)

Балансовая стоимость — *это метод измерения акционерного капитала компании; она равна разности совокупных активов компании и суммы всех обязательств и капитала, внесенного владельцами привилегированных акций.*

Балансовая стоимость

Балансовая стоимость представляет собой метод измерения акционерного капитала компании. Она является показателем бухгалтерского учета, который, как мы увидим в следующей главе, широко используется при изучении финансовой деятельности компании и при оценке акций. Балансовая стоимость определяется путем вычитания суммы обязательств компании и капитала, внесенного владельцами привилегированных акций, из общей сум-

мы активов компании. Она указывает на количество средств акционеров (владельцев обыкновенных акций. — *Прим. науч. ред.*), внесенных для финансирования компании. Предположим, что активы корпорации исчисляются суммой 10 млн. долл. (согласно балансу. — *Прим. науч. ред.*), различные формы краткосрочных обязательств и долгосрочных долгов составляют 5 млн. долл. и, кроме того, компания имеет 1 млн. долл. в виде привилегированных акций, выпущенных в обращение. Балансовая стоимость этой фирмы составит 4 млн. долл. Этот показатель можно преобразовать для расчета стоимости одной акции, т.е. для получения ***балансовой стоимости одной обыкновенной акции,*** путем простого деления полученной цифры на количество обыкновенных акций в обращении. Например, если рассматриваемая компания имеет 100 000 обыкновенных акций в обращении, то балансовая стоимость в расчете на одну обыкновенную акцию составит 40 долл.* Как правило, рыночная стоимость большинства акций превышает их балансовую стоимость.

Ликвидационная стоимость

Ликвидационная стоимость — *это сумма активов компании, оставшаяся бы в случае реализации или аукционной продажи активов и погашения за счет полученных средств обязательств и выплат по привилегированным акциям.*

Ликвидационная стоимость является показателем того, что компания в состоянии представить на аукцион в том случае, если ей придется прекратить свою деятельность. После обыкновенной или аукционной продажи активов по самой выгодной цене из всех возможных, после погашения обязательств и осуществления платежей владельцам привилегированных акций остается сумма, известная как **ликвидационная стоимость** компании. Очевидно, что до тех пор, пока ликвидация действительно не происходит, этот показатель является не более чем оценочным в определении возможной стоимости компании в случае наступления соответствующих обстоятельств. В то время как данный показатель исключительно важен при выкупе компании ее персоналом за счет заемных средств и для умельцев в области операций поглощения компаний, его *сложно* определить индивидуальному инвестору и, по существу, он не представляет существенного интереса для него, так как рядовой инвестор рассматривает компанию как "вечно действующую".

Рыночная стоимость

Рыночная стоимость — *это доминирующий на рынке курс ценной бумаги.*

Этот вид стоимости наиболее легок для исчисления, поскольку **рыночная стоимость** просто представляет доминирующий на рынке курс акций. По существу, рыночная стоимость является показателем того, как участники рынка в целом оценили стоимость одной акции. Умножив рыночную стоимость одной акции на количество имеющихся в обращении акций компании, можно также получить рыночную стоимость самой компании. Например, если компания располагает 1 млн. акций в обращении и ее акции реализуются на рынке по курсу 50 долл., то рыночная стоимость самой компании составит 50 млн. долл. В связи с тем, что интерес инвесторов к рыночному курсу выпуска акций компании постоянен, рыночная стоимость одной акции, как правило, является важным показателем для большинства инве-

---

* Показатель балансовой стоимости акции рассчитывается всегда по отношению к стоимости *обыкновенной* акции. Поэтому далее в тексте он будет применяться именно в этом аспекте. (*Прим. науч. ред.*)

сторов. Он должен быть использован при разработке инвестиционной политики и программ инвестирования.

Инвестиционная стоимость

Инвестиционная стоимость — *это стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками.*

Инвестиционная стоимость является, очевидно, наиболее важным показателем для акционера, так как она указывает на ценность, которую инвестор приписывает ценной бумаге, но фактически представляет собой оценочную стоимость, по которой данная ценная бумага должна реализоваться на фондовом рынке. Определение инвестиционной стоимости акций относится к разряду довольно сложных процессов, однако оно, по существу, основано на изучении динамики доходности акции и риска владения ею. Любая акция имеет два потенциальных источника дохода: ежегодные выплаты по дивидендам и прирост капитала, который образуется благодаря повышению рыночного курса акции. Оценивая инвестиционную стоимость, инвесторы пытаются определить, сколько средств они смогут получить из этих двух источников, а затем используют свои оценки как основу для определения потенциала доходности акции. Одновременно с этим инвесторы стараются оценить объем риска, которому они будут подвержены в период владения акциями. Сочетание полученной информации с расчетами доходности и риска позволяет им определить инвестиционную стоимость акции. Эта оценка является *максимальной* ценой, которую они могли бы заплатить за акцию (данная тема подробно рассматривается в гл. 8).

Акции как форма страхования от инфляции

В течение многих лет инвестиционная практика показывала, что обыкновенные акции — это идеальная форма страхования средств от инфляции. Такое мнение возникло в связи с тем, что, как правило, обыкновенные акции могли обеспечить такие нормы доходности, которые были достаточны для покрытия ежегодного уровня инфляции и получения дополнительной прибыли акционерами. Другими словами, акции всегда расценивались как надежное средство обеспечения такой нормы доходности, которая систематически превосходит ежегодный темп инфляции. До середины 1960-х годов акции и в самом деле страховали от инфляции. Однако затем в США угрожающе возрос темп инфляции, и большинство акций просто не могли за ним "угнаться". Напротив, многие другие инвестиционные инструменты, такие, как облигации с фиксированной процентной ставкой и даже краткосрочные казначейские векселя, стали показывать лучшую по сравнению с обыкновенными акциями динамику доходности. Снижение качества доходов компании, обусловленное инфляционной экономикой, вызвало предсказуемую реакцию курсов акций: фондовый рынок начал становиться "вялым". В конечном итоге, как следует из рис. 6.5, средняя Доу Джонса для акций промышленных компаний практически топталась на месте с 1965 по 1982 г. Еще более тревожным было влияние инфляции на реальную стоимость акций. Отметьте, что на графике верхняя кривая обозначает динамику средней Доу Джонса для акций промышленных компаний, а другая, нижняя, показывает, что происходит, когда значение средней корректируется с учетом инфляции. В реальном выражении *значения средней Доу Джонса продолжали непрерывно снижаться в течение 17 лет.* Очевидно, что в этот пе-

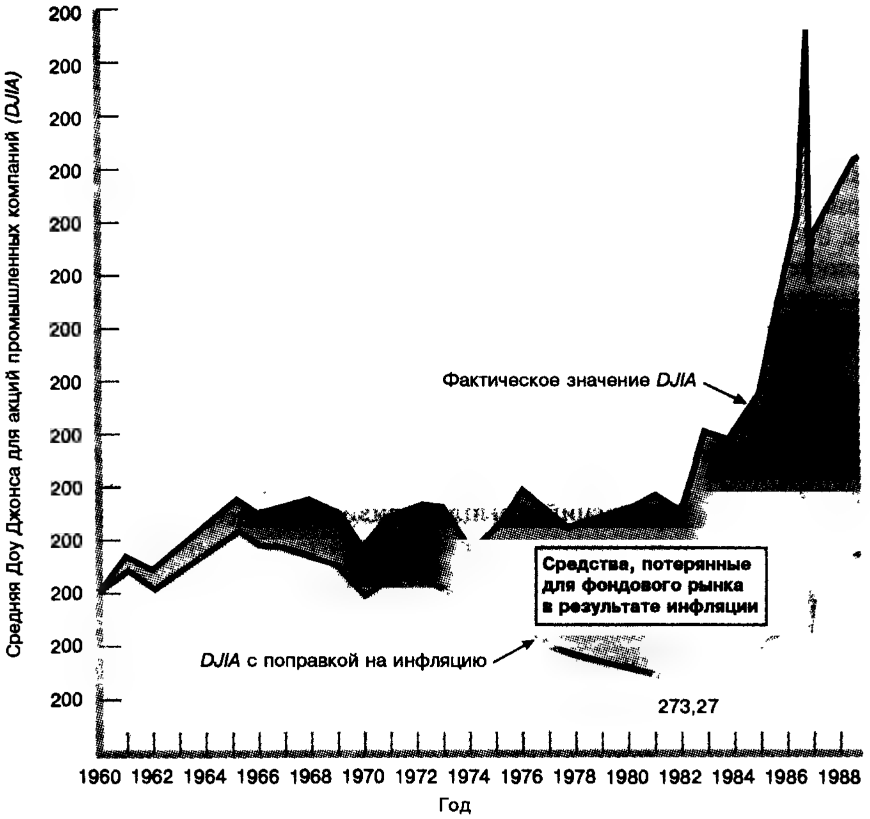


РИС. 6.5. Динамика показателей по акциям в реальном выражении
С 1965 до 1982 г. акции "отступали" под напором инфляции, но в 1982 г. доходность акций, наконец, вновь превысила темп роста инфляции, и вследствие этого значение средней Доу Джонса для промышленных компаний с поправкой на инфляцию стало стремительно возрастать.

риод акции выступали в какой угодно роли, но только не в роли инструмента страхования от инфляции! Однако в 1982 г. на фондовом рынке проявилась тенденция повышения курсов ценных бумаг, инфляция стала постепенно отступать, и акции вновь превратились в действенный инструмент страхования от инфляции. В то время как средняя норма доходности на акции стала начиная с 1982 г. намного превышать темп роста инфляции, рынку по-прежнему приходилось преодолевать последствия пережитых потерь, а средняя Доу Джонса в 1989 г. должна была перешагнуть *отметку в 3000*, только чтобы достичь реального значения, которое этот показатель имел в середине 1960-х годов.

ДИВИДЕНДЫ НА ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ

В 1988 г. акционерные компании выплатили дивиденды на сумму, составившую почти 104 млрд. долл., которая почти вдвое превысила величину, выплаченную в 1980 г. И тем не менее, несмотря на столь внушительные циф-

ры, существует целый ряд инвесторов, которые рассматривают дивиденды лишь как несущественный параметр доходности инвестиций. Это может вызвать разве что сожаление, ведь Закон о налоговой реформе от 1986 г. определенно *оценивает* дивиденды как форму прибыли, поэтому теперь ставка налога на прирост капитала и на дивиденды *одинакова*. Таким образом, дивиденды стали более ценными для инвестора не только потому, что они оказались приравнены друг к другу *после выплаты налогов*, но и потому, что дивиденды представляют собой *значительно менее рискованную* форму прибыли в отличие от прироста капитала, который может появиться, а может и не появиться в будущем. Прирост капитала, безусловно, важен, и он является основным инструментом, посредством которого можно реально получить по-настоящему значительную прибыль; вместе с тем Закон о налоговой реформе от 1986 г. предусматривает принципиально иное (и значительно более благоприятное) отношение к дивидендам! Остановимся теперь подробнее на этом важном источнике дохода инвестора и проанализируем несколько процедурных аспектов принятия акционерными объединениями решений о выплате дивидендов.

Принятие решения по выплате дивидендов

Компании часто позволяют своим акционерам участвовать в полученной ими прибыли, выплачивая дивиденды, как правило, ежеквартально. Фактически вопрос о том, в каком размере выплачивать дивиденды, решается советом директоров. Директора сначала оценивают результаты хозяйственной деятельности компании и финансовые условия, затем определяют, следует или нет выплачивать дивиденды и в каком размере. Если принимается решение о выплате дивидендов, то в связи с этим правление устанавливает несколько важных сроков осуществления платежей. Однако прежде чем рассмотреть эти даты, обратимся к мотивам корпораций и факторам рыночной конъюнктуры, которые вовлечены в процесс принятия решений о выплате дивидендов, поскольку их понимание поможет в определении дивидендного потенциала акции.

Сопоставление факторов корпораций с факторами рыночной конъюнктуры

Когда совет директоров проводит свое обычное собрание, посвященное вопросу о дивидендах, то его участники взвешивают разнообразные факторы для определения размера предстоящих дивидендных выплат. Во-первых, совет рассматривает прибыль компании. Даже несмотря на то что компании не требуется объявлять сведения о прибыли для выплаты дивидендов, тем не менее прибыль по-прежнему воспринимается как важнейший фактор при принятии решений о выплате дивидендов, поскольку большой размер прибыли увеличивает перспективы дивидендных выплат. Что касается акций, то ежегодная прибыль компании обычно измеряется и фиксируется с помощью показателя **прибыли на акцию** (*EPS*). В сущности, этот коэффициент преобразует совокупную прибыль корпорации в прибыль, рассчитанную для одной акции, и служит удобной мерой определения размера прибыли, имеющейся для распределения между акционерами. Прибыль на одну акцию рассчитывается с помощью следующей простой формулы:

Прибыль на акцию (*EPS*) — *это сумма годовой прибыли компании, имеющаяся в распоряжении владельцев обыкновенных акций и рассчитанная на одну акцию.*

$$\text{Прибыль на одну акцию} = \frac{\text{Чистая прибыль после выплаты налогов} - \text{Дивиденды на привилегированные акции}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}$$

Так, например, если компания объявляет размер своей чистой прибыли равным 1,25 млн. долл., выплачивает 250 тыс. долл. в виде дивидендов на привилегированные акции и имеет 500 тыс. обыкновенных акций в обращении, то ее показатель прибыли на одну акцию составит 2 долл. [(1 250 000 долл. – – 250 000 долл.)/500 000] . Отметьте, что дивиденды на привилегированные акции *вычитаются* из общей суммы прибыли, поскольку они должны быть выплачены до того, как какие-либо средства поступят владельцам обыкновенных акций.

Дивиденды фактически начисляются из *нераспределенной прибыли* компании, которая представляет собой сумму прошлой и текущей прибыли, не выплаченную в виде дивидендов, а оставленную в компании для накопления с целью финансирования хозяйственной деятельности. Несомненно, что любые наличные средства, подлежащие выплате, будут взяты из ресурсов наличных денежных средств компании, поскольку нераспределенная прибыль есть не более чем строка в бухгалтерском отчете и *не представляет* реальных наличных денежных средств. Одновременно с оценкой текущей и нераспределенной прибыли совет директоров также интересуют перспективы роста. Вполне вероятно, что некоторая часть текущей прибыли компании потребуется для инвестиционных целей и частично для финансирования ожидаемого роста. В этом случае будет изучена позиция "денежные средства", чтобы убедиться в том, что для выплаты дивидендов наличными компания имеет достаточные средства. И наконец, совет директоров обязательно проследит за соблюдением всех юридических и контрактных ограничений. (Например, компания может оказаться перед необходимостью заключения договора о кредите, который предопределит юридические ограничения на размер возможных дивидендов.)

Оценив внутренние дела компании, совет принимается за изучение состояния рынка. На рынке обычно дивидендам придается большое значение. Более того, большинство инвесторов чувствуют, что если компания не собирается распределять свою прибыль и выплачивать ее в виде дивидендов, то она обязана иметь более высокие показатели темпов роста и прибыли. Мотив рынка ясен: если компания инвестирует свои средства разумно и с высокой нормой прибыли, то это достойно признания; в противном случае компании надлежит расстаться с большей частью прибыли, выплатив ее в виде дивидендов. Кроме того, учитывая, что определенные типы инвесторов склонны выбирать вполне определенные типы компаний, совету следует во что бы то ни стало стремиться к удовлетворению ожиданий своих акционеров в отношении дивидендов. Так, например, инвесторов, ориентированных на получение текущего дохода, привлекают компании, которые обычно выплачивают высокие дивиденды; неспособность удовлетворить эти ожидания может привести к разрушительным для рынка последствиям.

Сроки (даты) выплаты дивидендов

Когда директора компании объявляют размер дивиденда, они также указывают сроки его выплаты и другие важные сроки (даты), связанные с диви-

CORPORATE DIVIDEND NEWS

Diamond Shamrock to Cut Quarterly Payout in 1990

DALLAS—**Diamond Shamrock Offshore Partners** said it expects to slash its quarterly distribution of 70 cents a unit in 1990.

The oil and gas partnership said the actual distribution paid will depend on oil and gas prices, but it said distributions probably will be "substantially below" the current $2.80 a unit annual rate.

The company said its cash available for distributions in 1988 after working capital costs and capital expenditures was only about one-third of the actual distributions. **Maxus Energy** Corp., the managing partner of Diamond Shamrock Offshore, made up the balance by purchasing additional Diamond Shamrock units.

Maxus has said it doesn't plan to support the distribution by buying additional units after this year.

* * *

Dividends Reported March 31

Company	Period	Amount	Payable date	Record date
REGULAR				
Ampal-Am Israel clA	S	.04	5-25-89	4-21
Ampco-Pittsburgh	Q	.07 1/2	4-28-89	4-12
AmVestors Finl	Q	.05	5- 1-89	4-14
Amwest Insur Grp	Q	.05	4-15-89	4- 7
BIC Corp	Q	.25	5- 1-89	4-14
Brady(WH)Co clA	Q	.07	4-30-89	4-14
Carnival Cruise	Q	.10	6-14-89	5-31
Consumers Finl	A	.12	5- 1-89	4-14
IntlMoblMach$2.50pf	S	1.25	6- 1-89	4-14
Productn Operators	Q	.04	5-15-89	4-14
Sierra Pacific Res	Q	.45	5- 1-89	4-14
United Savers Bncp	Q	.18	4-28-89	4-14
Werner Enterp	Q	.02	4-24-89	4-10
FUNDS - REITS - INVESTMENT COS - LPS				
Amer Rlty Tr	Q	.18	4-28-89	4-14
Drexel Burnham Fd	Q	h.27	4-10-89	3-31
DrexelSerTrBdDeb	M	h.07	4-10-89	3-31
DrexelSerTrConvert	Q	h.10	4-10-89	3-31
Drexel Ser Tr Govt	M	h.05 1/2	4-10-89	3-31
DrexelSerTrGrwth	Q	h.05	4-10-89	3-31
DrexelSerTrLtdDvt	M	h.05	4-10-89	3-31
DrexelSerTrOptinco	Q	h.03	4-10-89	3-31
Equity Portfol Inco	M	h.06	4-17-89	3-31
Fenimore Intl	Q	h.20	4-10-89	3-31
Franklin AGE	M	.036	4-14-89	4- 3
FranklinCalTxFr	M	.043	4-14-89	4- 3
Franklin Corp Cash	M	.15	4-14-89	4- 3
FranklinFedTxFr	M	.071	4-14-89	4- 3
Franklin Inv Grade	M	.066	4-14-89	4- 3
Franklin NY TxFr	M	.066	4-14-89	4- 3
Franklin Option	–	v.16	4-14-89	4- 3
y-Payment consists of 12 cents form capital gains and four cents from income.				
FranklinRisingDiv	Q	.09	4-14-89	4- 3
Franklin US Gvt	M	.058	4-14-89	4- 3
KemperHighIncoTr	M	.11 1/2	4-28-89	4-14
Kemper IntermedGvt	M	.0834	4-28-89	4-14
Kemper Multi Mkt	M	.117	4-28-89	4-14
KemperMuniInco	M	.07 1/4	4-28-89	4-14
KleinwrtBenAusInco	Q	h.28 1/2	4-21-89	4-13
Worldwide Value	–	n.40	4-24-89	4-11
n-Payment consists of four cents from capital gains and 36 cents from income.				
EXTRA				
Werner Enterp	–	.01	4-24-89	4-10
STOCK				
AmVestors Finl	–	w	5- 1-89	4-21
w-Five-for-four stock split.				
Servotronics Inc	–	10%	5-16-89	4-21
Teletimer Int'l	–	p	0- 0-	3-31
p-One-for-ten reverse stock split.				

INCREASED

Company	Period	Amounts New	Amounts Old	Payable date	Record date
Avery Intl	Q	.14	.12	6-21-89	6- 7
Southwestern Bell	Q	.65	.62	5- 1-89	4-10

SPECIAL

Company	Period	Amount	Payable date	Record date
VirginiaBeachFedl	–	.25	4-14-89	4- 6
WstrnFedSvgsBk PR	–	.10	4-21-89	3-31

A-Annual; Ac-Accumulation; b-Payable in Canadian funds; F-Final; G-Interim; h-From income; k-From capital gains; M-Monthly; Q-Quarterly; S-Semi-annual.

* * *

Stocks Ex-Dividend April 4

Company	Amount	Company	Amount
AmerHrtgLifeInves	.09	Ill Power 7.56%pf	.94 1/2
Augat Inc	.10	Ill Power 8%pf	1.00
Bell Atlantic	1.10	Illinois Pwr8%pf'86	2.00
BellSouth Corp	.63	Ill Power 6.24%pf	1.03
Boston Edison Co	.45 1/2	IllinoisPwr8.52%pf	1.09 1/2
Boston Ed 8.88%pf	2.22	Ill Power 8.94%pf	1.11 3/4
Campbell Soup Co	.23	Ill Pwr11.75%pf	1.46 7/8
Carolina Pwr & Lt	.71	Ill Pwr adj pfA	.75
Central Hudson G&E	.44	Illinois PwradjpfB	.97 1/2
Centrl Maine Power	.38	Inland Steel pfC	.90 5/8
Crown Cntl Pet pfA	.48	Iowa Resources	.41 1/2
CrownCntrlPetpfB	.56 1/4	Lincoln National	.62
Dreyfus Strat Muni	.06 1/2	Medtronic Inc	.30
Du Pont $3.50pf	.87 1/2	Montana Power	.66
Du Pont $4.50pf	1.12 1/2	Ohio Art Co	.06
General Mills Inc	.47	Oklahoma Gas & El	.59 1/2
Hotel Invstrs Tr	.25	Penney (JC) Co	.56
Illinois Power Co	.66	Southwestern Bell	.65
Ill Power 4.08%pf	.51	Standard Products	.23
Ill Power 4.20%pf	.52 1/2	Superior IndusIntl	.06
Ill Power 4.26%pf	.53 1/4	TCBY Enterprises	.02
Ill Power 4.42%pf	.55 1/4	Unocal Corp	.25
Ill Power 4.70%pf	.58 3/4	Wash Gas Light	.49

РИС. 6.6. Важные даты в отношении дивидендов и некоторые сведения о них

Действия корпораций в отношении дивидендов относятся к разряду важных событий в жизни финансового сообщества, которые освещаются в новостях. Выпуски таких новостей гарантируют получение своевременной информации о дивидендах, выплачиваемых наличными и в форме акций той же компании, а также об акциях, по которым экс-дивидендная дата уже пройдена. (*Источник: The Wall Street Journal*, April 3, 1989.)

Дата регистрации — *это дата, к которой инвестор должен быть зарегистрирован как владелец акций компании, что дает ему право на получение дивиденда.*

Экс-дивидендная дата — *это дата, фиксирующая четыре рабочих дня, предшествующих дате регистрации, и определяющая статус инвестора как владельца акций компании и его право на получение объявленного дивиденда.*

дендами. Обычно директора готовят и публикуют в периодической печати заявление, где указывают решение в отношении дивидендов, а также соответствующие сроки дивидендных выплат. Такие заявления широко освещаются в финансовой прессе, финансовых теле- и радионовостях, а также в специальных выпусках, предлагающих обзоры решений о дивидендах (рис. 6.6). Три даты особенно важны для акционеров: дата регистрации; дата прекращения начисления дивидендов за текущий период; дата платежа. **Дата регистрации** — это день, к которому инвестор должен быть зарегистрирован (внесен в реестр. — *Прим. науч. ред.*) как акционер компании для получения права на дивиденды; поэтому акционеров часто называют *зарегистрированными держателями акций*. Когда правление уточняет дату регистрации, это означает, что все инвесторы, являющиеся официальными акционерами компании, получат в день регистрации дивиденды, которые были незадолго до этого объявлены.

Поскольку учет операций с акциями требует времени, акции будут продаваться на условиях экс-дивидендной даты, фиксирующей четыре рабочих дня, предшествующих дате регистрации. Таким образом, **экс-дивидендная дата** определяет, является ли владелец акций компании зарегистрированным держателем и, следовательно, правомерность получения им объявленного дивиденда. Если акция продается по истечении экс-дивидендной даты, то продавец успевает получить дивиденды по ней; если до окончания, то недавно объявленные дивиденды по акции получит ее новый владелец. *Дата выплаты дивидендов* назначается советом директоров и обычно следует через несколько недель после даты регистрации. В сущности, это день фактической отсылки почтой чеков на выплату дивидендов зарегистрированным держателям акций. Например, если вы владелец 200 акций, на которые только что были начислены дивиденды в размере 50 центов на акцию, то вы получите по почте чек на 100 долл.

Виды дивидендов

Дивиденд наличными — *это форма выплаты дивиденда в виде наличных денежных средств.*

Дивиденд, выплачиваемый акциями, — *это форма выплаты дивидендов акционерам в виде дополнительного выпуска акций той же компании.*

Обычно компании выплачивают дивиденды в денежной форме, хотя иногда они прибегают к дополнительному выпуску акций. Первый тип распределения дивидендов известен как **дивиденд наличными**; второй называется **дивидендом, выплачиваемым акциями** (или капитализируемым дивидендом. — *Прим. науч. ред.*). Время от времени формы выплаты дивидендов приобретают иной вид. К примеру, компания может выплатить дивиденд, известный под названием *реорганизационные дивиденды** *(spin-off dividend)*. Эти дивидендные выплаты производятся акциями, но только компания выплачивает своим акционерам акциями *не своей, а другой* компании. Как правило, эти акции принадлежат дочерним компаниям, которыми владеет данная корпорация и в которых она по той или иной причине сокращает свои инвестиции. Отдельные компании сферы коммунальных услуг используют форму дивидендных выплат, известную как *возврат капитала (return of capital dividends)*. Это дивиденды наличными, однако

* Такие дивиденды действительно связаны с реорганизацией структуры корпорации. Термин *spin-off* используется в финансовой лексике для обозначения процесса выделения из корпорации отдельных ее подразделений и превращения их в независимые (юридически) компании. В таком традиционном процессе расчленения корпорации акции нового юридического лица распределяются между акционерами материнской компании пропорционально количеству ее обыкновенных акций на руках у владельца. *(Прим. науч. ред.)*

поскольку они выплачиваются не за счет нераспределенной прибыли (при их начислении уменьшается счет "первоначально оплаченный акционерный капитал")*, то эти дивиденды не тождественны дивидендам наличными. Именно эта форма дивидендов очень ценится в среде знающих инвесторов, ориентированных на получение текущего дохода, благодаря тому что такие дивиденды *не подлежат* обложению подоходным налогом. Однако дивиденды наличными или в форме акций своей компании значительно превосходят по популярности все другие формы, поэтому остановимся на них подробнее.

Дивиденды наличными или дивиденды акциями?

Все больше компаний прибегает к использованию выплаты дивидендов наличными, нежели к иным формам дивидендных выплат. Приятным побочным результатом дивидендов наличными является *их тенденция к росту с течением времени,* при этом средний ежегодный темп их роста колеблется в районе 5—7%. Подобная тенденция обладает реальной привлекательностью для инвесторов, поскольку стабильный поток дивидендов — и даже более того, *стабильно возрастающий* поток дивидендов — способствует оседанию прибылей, получаемых по акциям, на фондовых рынках.

Текущая доходность акции — *это показатель, сопоставляющий дивиденды с рыночным курсом акции и выражающий дивиденды на обыкновенные акции в относительном (процентном), а не в абсолютном измерении.*

Удобным (и популярным) способом оценки количества получаемых дивидендов является измерение **текущей доходности** в расчете на одну акцию. Фактически это показатель дивидендов, получаемых по обыкновенным акциям, в относительном (процентном), а не в абсолютном (долларовом) выражении, иными словами, сумма выплаченных дивидендов соотносится с рыночным курсом акции. Текущая доходность акций, по существу, показывает норму прибыли данного периода (года) на инвестированный доллар. Показатель рассчитывается следующим образом:

$$\text{Текущая доходность} = \frac{\text{Сумма годовых дивидендов в расчете на акцию}}{\text{Текущий рыночный курс одной обыкновенной акции}}.$$

Таким образом, текущая доходность акций компании, которая ежегодно выплачивает своим акционерам дивиденды в размере 2 долл. на акцию и акции которой имеют рыночный курс в 25 долл., составляет 8%.

Время от времени компания может объявить о выплате дивидендов в форме акций вместо дивидендов наличными. Это будет означать, что дивиденд просто выплачивается с помощью дополнительно выпущенных компанией акций. Если, скажем, совет директоров объявляет 10%-й дивиденд в форме акций, то каждый акционер компании получит одну новую акцию за каждые 10 акций, находящихся в его владении на текущий момент. Если вы владелец 200 акций, то при таком положении дел вы получите 20 новых. Хотя такая форма дивидендных выплат, очевидно, устраивает некоторых инвесторов, *дивиденды в форме акций не имеют реальной ценности,* так как они означают получение того, что уже находится во владении акционера. Реакция рынка на этот вид дивидендов будет заключаться в том, что произойдет корректировка курсов акций в соответствии с ус-

* Эти дивиденды выплачивают из экономии на налогах, выручки от подажи долгосрочных активов. Поэтому они не уменьшают нераспределенную прибыль данного года в учете. *(Прим. науч. ред.)*

ловиями выплаты дивидендов акциями. Следовательно, в предыдущем примере мы обнаружим, что в обычных условиях 10%-й дивиденд в форме акций вызовет снижение курса акции приблизительно на 10%. Следствием этого (в случае, если рыночная стоимость ваших акций составляет, скажем, 10 тыс. долл. до объявления дивидендных выплат в форме акций), скорее всего, явится прежняя *совокупная* рыночная стоимость, которая существовала до объявления дивидендов в форме акций (в вашем портфеле ценных бумаг станет больше акций, но каждая из них будет иметь более низкий рыночный курс). Вместе с тем существует одно явное преимущество такой формы выплат, а именно: в противоположность дивидендам наличными в этом случае не нужно выплачивать налоги *до тех пор, пока акции не будут реально проданы.*

Программы реинвестирования дивидендов

Программы реинвестирования дивидендов — *это программы, согласно которым дивиденды наличными автоматически инвестируются в приобретение дополнительных обыкновенных акций данной компании.*

В последние годы растущее число компаний стало учреждать **программы реинвестирования дивидендов**, согласно которым дивиденды наличными автоматически инвестируются в покупку дополнительных обыкновенных акций компании. Ключевой теоретический принцип, лежащий в основе составления таких программ, заключается в том, что *если компания представляет собой достойный объект инвестирования, то она не менее достойна и повторного инвестирования.* Как показано в табл. 6.4, подобный подход может иметь огромное влияние на позицию инвестора в перспективе. Сегодня около 1000 компаний (включая большинство ведущих корпораций) предлагают подобные программы, причем каждая корпорация предоставляет инвестору удобный и недорогой способ накопления капитала. Согласно данным программам акции приобретаются без выплаты комиссионных брокерам, а в некоторых программах даже предусматривается продажа акций инвесторам, участвующим в них, по курсу ниже рыночного, обычно со скидкой 3—5%. Кроме того, большинство программ предусматривает кредитование (т.е. увеличение. — *Прим. науч. ред.*) счета инвестора при приобретении неполных акций (частей акций).

Акционеры могут стать участниками данных программ, выслав заявление, заполненное по специальной форме, уведомляющее компанию о соответствующем намерении (обычно на оформление документов по участию в программах уходит 30—45 дней). Как только акционер будет внесен в план, то количество акций, которыми он владеет, начнет нарастать с каждой датой осуществления дивидендных выплат. Однако существует одна серьезная ловушка: даже несмотря на то что эти дивиденды приобретают форму дополнительных акций, налоги должны выплачиваться по ним так же, как по дивидендам наличными. Не следует путать эти дивиденды с дивидендами в форме акций, так как *дивиденды, реинвестируемые в новые акции, облагаются ежегодным налогом (за год, в который были начислены) аналогично обычному доходу,* т.е. с них взимается налог так, будто они были выплачены в денежной форме.

Дивидендная политика

В среднем компании, выплачивающие дивиденды, выделяют на эти цели около половины своей прибыли, хотя конкретная сумма может изменяться у конкретной компании в диапазоне от 5—10% прибыли до почти 95—

ТАБЛИЦА 6.4 Дивиденды: получить наличными или инвестировать в новые акции?

Предположим, что вы приобрели 100 акций по курсу 25 долл. за каждую (общая сумма инвестированных средств составит 2500 долл.); по акциям платят годовой дивиденд в размере 1 долл. на одну акцию. Курс акций возрастает на 8% в год; дивиденды увеличиваются на 5% в год.

Период инвестирования	Количество акций, находящихся во владении акционера	Рыночная стоимость всех акций инвестора (в долл.)	Общая сумма дивидендов наличными (в долл.)
ПОЛУЧАЯ ДИВИДЕНДЫ НАЛИЧНЫМИ, ВЫ БУДЕТЕ ИМЕТЬ			
5 лет	100	3 672	552
10 лет	100	5 397	1258
15 лет	100	7 930	2158
20 лет	100	11 652	3307
ПРИНИМАЯ УЧАСТИЕ В ПРОГРАММЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДОВ, ВЫ БУДЕТЕ ИМЕТЬ			
5 лет	115,59	4 245	0
10 лет	135,66	7 322	0
15 лет	155,92	12 364	0
20 лет	176,00	20 508	0

100%. Большинство компаний принимают решения о размере дивидендных выплат в соответствии с принятой или вытекающей из общей стратегии *дивидендной политикой*. Эта политика, как правило, устанавливается с учетом потребности компании в финансовых ресурсах и потребностей ее акционеров. Поскольку дивидендная политика может оказать влияние на размер и последовательность дивидендных выплат, то она представляет интерес для инвесторов. Остановимся подробнее на трех наиболее широко распространенных вариантах дивидендной политики.

Политика стандартных выплат дивидендов

Вероятно, наиболее общепринятый вариант дивидендной политики, заключающийся в *стандартных выплатах дивидендов*, основан на проведении ежеквартальных выплат относительно стабильной абсолютной суммы дивиденда на акцию. Главная задача в этом случае заключается в поддержании настолько регулярного и последовательного уровня выплат дивидендов, насколько это возможно. Компании, следующие данной политике, идут на все, чтобы не допустить отмены текущих платежей или снижения размера дивидендов. Однако сумма дивидендов в расчете на акцию, выплачиваемая в течение определенного времени, обычно постепенно повышается по мере возрастания уровня прибыли компании. Компания, таким образом, может иметь ежегодную ставку дивиденда в размере, скажем, 2 долл. на акцию и не

ТАБЛИЦА 6.5 **Механизм политики дивидендных премий**

Год	Прибыль на акцию (в долл.)	Стандартный дивиденд на акцию (в долл.)	Дополнительный дивиденд на акцию (в долл.)	Итого дивидендов на акцию (в долл.)
1978	2,50	1,00		1,00
1979	2,63	1,00		1,00
1980	2,98	1,30		1,30
1981	3,46	1,30	0,60	1,90
1982	2,99	1,30		1,30
1983	3,61	1,60		1,60
1984	4,92	1,60	1,00	2,60
1985	4,68	1,60	0,40	2,00
1986	5,01	2,00		2,00
1987	4,85	2,00		2,00
1988	5,11	2,25		2,25
1989	5,76	2,25	0,65	2,90

менять ее в течение нескольких лет, пока *прибыль* не выйдет на новый, более высокий уровень. Затем уровень дивидендов будет повышен, например, до 2,50 долл. на акцию. Целью данной политики является снижение неопределенности в отношении поступления дивидендов акционерам, вера которых в регулярность дивидендов проходит серьезное испытание, когда компания не укладывается в сроки платежей.

Политика дивидендных премий

Дивидендные премии — *это дополнительные дивиденды, объявленные тогда, когда уровень прибылей компании выше ожидаемого; обычно выплачиваются в последнем квартале года.*

Ряд компаний периодически объявляет о **дивидендных премиях**, как только уровень их прибыли превышает обычный и у компаний образуется избыточное количество средств, которые идут на выплату дивидендов. Эти дивиденды обычно, но не всегда, выплачиваются в последнем квартале года и называются премиями, чтобы у акционеров не появилось мнение о возможности установления новой ставки для регулярных дивидендов уже в недалеком будущем. В табл. 6.5 показано сочетание политики по выплате премий и регулярных дивидендов со стандартной ставкой. Заметьте, что уровень выплат регулярных дивидендов сохраняется достаточно стабильным в течение двух-трех лет подряд, а надбавки к ним распределяются только тогда, когда прибыли корпораций становятся очень высокими.

Политика постоянной доли в прибыли

Политика постоянной доли в прибыли — *это разновидность дивидендной политики, при которой владельцам акций выплачивается фиксированный процент с каждого доллара прибыли в форме дивиденда наличными.*

Дивидендная политика, которая больше отвечает интересам компании и, по убеждению многих, менее всего удовлетворяет потребности акционеров, — это **политика постоянной доли в прибыли**. Этим вариантом пользуется ряд компаний, особенно недавно созданные или проходящие через этап чрезвычайно быстрого роста. Она основана на фиксированном коэффициенте дивидендных выплат, который определяет долю каждого доллара прибыли, распределенной среди акционеров в виде дивиденда

ТАБЛИЦА 6.6 Механизм политики постоянной доли в прибыли

Год	Прибыль в расчете на акцию (в долл.)	Коэффициент дивидендных выплат (в %)	Ежегодный дивиденд на акцию (в долл.)
1978	2,50	25	0,62 $^1/_2$
1979	2,63	25	0,66
1980	2,98	25	0,74 $^1/_2$
1981	3,46	25	0,86 $^1/_2$
1982	2,99	25	0,75
1983	3,61	25	0,90
1984	4,92	25	1,23
1985	4,68	25	1,17
1986	5,01	25	1,25
1987	4,85	25	1,21
1988	5,11	25	1,28
1989	5,76	25	1,44

наличными*. Поскольку суть этой политики сводится к сохранению постоянной величины коэффициента дивидендных выплат, то мало внимания уделяется абсолютному размеру дивидендов. В результате, если величина прибыли колеблется, тогда изменяется и размер дивидендов. Таблица 6.6 иллюстрирует эту политику в действии. В приведенном примере мы предполагаем, что компания установила коэффициент дивидендных выплат на уровне 25%. Сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию, определяется путем умножения прибыли в расчете на одну акцию на коэффициент дивидендных выплат (например, для 1979 г.: 2,50 долл. × 0,25 = = 0,62$^1/_2$ долл.). Самый большой недостаток данной политики состоит в том, что нестабильность дивидендов часто приводит к неустойчивости, а иногда и к снижению рыночных курсов на обыкновенные акции.

ВИДЫ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ И ВОЗМОЖНОСТИ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Привлекательность обыкновенных акций для инвесторов объясняется простотой и относительной ясностью действия этого инвестиционного инструмента. Источники прибыли по акциям довольно несложно определяются, и, кроме того, акции обладают перспективами предоставления любых форм дохода — от текущего дохода и стабильности капитала до прироста капитала. Рынок наводнен многообразными акциями — от очень устойчивых до в высшей степени рискованных. В сущности, выбор акций, к приобретению которых стремятся инвесторы, будет зависеть от инвестиционных целей вкладчиков и их программ инвестирования. Проанализируем несколько наиболее популярных видов обыкновенных акций, а также различные пути использования этих ценных бумаг с помощью разных инвестиционных программ.

* Чтобы рассчитать коэффициент дивидендных выплат, необходимо разделить совокупные дивиденды на чистую прибыль компании. *(Прим. науч. ред.)*

Виды обыкновенных акций

Каждому инвестору следует разбираться в системе, используемой для классификации обыкновенных акций, поскольку она выявляет не только основные источники дохода, но также качество прибыли компании, подверженность выпущенных акций рыночным рискам, характер и стабильность прибыли и дивидендов и даже чувствительность акций к негативным экономическим условиям. Понимание подобного круга проблем полезно при выборе акций, наиболее соответствующих инвестиционным целям конкретного вкладчика. Среди многих видов акций к наиболее распространенным относятся первоклассные акции крупнейших и давно известных компаний, доходные акции, акции роста, спекулятивные (рискованные) акции, циклические акции и устойчивые акции. Рассмотрим теперь эти и некоторые другие виды акций, чтобы разобраться не только в их природе, но также в альтернативах их использования.

Первоклассные акции

Первоклассные акции ("блю чипс") — это обыкновенные акции, качество которых непревзойденно, а прибыли и дивиденды имеют долгую и безукоризненную историю выплат. Эти акции можно назвать "сливками" фондового рынка. Их эмитируют крупные, давно известные компании с безупречной финансовой репутацией. Эти компании занимают важные, если не ведущие, позиции в своих отраслях промышленности и часто определяют стандарты, согласно которым оценивают другие компании данной отрасли. Однако не все виды первоклассных акций похожи друг на друга. Одни гарантируют постоянно высокий дивидендный доход, в то время как другие в большей мере ориентированы на рост курсов. Хорошими примерами первоклассных акций растущих компаний являются: "Макдональдс", "Эббот лэбз", "Г.-Дж. Хейнц", "Дан энд Брэдстрит", а также "Мерк" (образец информации о ней приведен ниже). Некоторые высокодоходные первоклассные акции принадлежат компаниям "Пи-эн-си файненшэл", "Америкен брэндз", "Сентел", "Норстар бэнкорп" и "Нозерн стейтс пауэр". Первоклассные акции особен-

"Мерк энд компани"

Символ в списке котировок Нью-Йоркской фондовой биржи (*NYSE*) — *MRK*. Опционы на Чикагской бирже опционов (январь—апрель—июль—октябрь). Включены в индекс "Стэндард энд пур'з 500"

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды на акцию	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
9 января 1989 г.	за 1989 г.					
$71\frac{3}{8}$	$72\frac{7}{8}$–$56\frac{1}{4}$	22	1,64	2,3%	A+	0,80

Заключение. Эта компания является крупнейшим в мире производителем лекарств с широким ассортиментом препаратов для человека и животных, а также специальных химических препаратов и продуктов для охраны окружающей среды. Поскольку половина ее выручки поступает из зарубежных филиалов, прибыль существенно зависит от колебаний валютных курсов. Начатое производство новых видов лекарств создает основу будущего роста.

Источник: Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, June 19, 1989.

но привлекательны для инвесторов, стремящихся к надежным инвестициям со значительной текущей доходностью и небольшим потенциалом роста. Многие используют эти акции в целях долгосрочного инвестирования, а также из-за достаточно низкой степени риска как средство получения умеренной, но постоянной прибыли на вложенный капитал. Первоклассные акции популярны среди большой части инвесторов, в результате чего их курсы часто высоки, особенно когда рынок нестабилен и инвесторы обеспокоены качеством своих инвестиций.

Доходные акции

Некоторые акции привлекательны просто в силу своих хороших показателей текущей доходности. Это относится к *доходным акциям*, представляющим выпуски с длительной историей и стабильными показателями регулярных выплат более высоких, чем в среднем, дивидендов. Доходные акции идеально подходят для людей, стремящихся к относительно безопасному и вместе с тем высокому уровню текущего дохода на свой инвестированный капитал. Кроме того, владельцы доходных акций могут ожидать, что в перспективе размер получаемых ими дивидендов будет регулярно увеличиваться в отличие от дохода по облигациям и привилегированным акциям. Возьмем для примера электростанцию "Потомак электрик пауэр". В 1979 г. она выплачивала дивиденды в размере 68 центов на акцию; 10 лет спустя, в 1988 г., ее дивиденды составили 1,38 долл. на акцию. Это огромный скачок — почти 103%, и подобного рода скачок может серьезно сказаться на общей сумме дохода! Если рассуждать о негативных сторонах, то самый серьезный недостаток обыкновенных акций состоит в том, что причина высоких дивидендов кроется в низком потенциале роста. И в самом деле, для эмитентов доходных акций не столь уж редок низкий или умеренный темп роста прибыли. Это не означает, что такие компании неприбыльны или лишены перспектив; напротив, большинство компаний, чьи акции квалифицируются как доходные, являются высокоприбыльными и имеют блестящие перспективы.

"Эс-си-икорп"

Символ в списке котировок *NYSE— SCE*. Опционы на Тихоокеанской бирже (январь—апрель—июль—октябрь). В составе индекса "Стэндард энд пур'з 500" *SCE*

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды на акцию	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
10 августа 1989 г.	за 1989 г.					
37	$37^7/_8$–31	11	2,56	6,9%	A	0,37

Заключение. **Эта холдинговая компания сферы коммунальных услуг была создана в июле 1988 г. в результате реорганизации корпорации "Саузен Калифорния Эдисон". 30 ноября 1988 г. данная корпорация и "Сан-Диего газ энд электрик" составили договор о слиянии, который был одобрен акционерами обеих компаний в апреле 1989 г. Слияние должно было завершиться в конце 1990 г. Обе компании совместно владеют активами юго-западных районов страны. "Саузен Калифорния Эдисон" обслуживает различные промышленные и торговые компании, а "Сан-Диего газ энд электрик" обслуживает жителей одного из наиболее быстрорастущих округов.**

Источник: Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, August 18, 1989.

Ряд доходных акций принадлежит гигантам американской промышленности, и многие из них классифицируются так же, как первоклассные акции. Бóльшая часть компаний, оказывающих коммунальные услуги, таких, как "Эллегэни пауэр", "Бруклин юньен газ", "Эс-си-икорп" (образец информации о ней приведен ранее), выпустили акции, принадлежащие к данной группе. Сюда также выборочно относятся акции промышленных и финансовых компаний, в частности "Дженерал моторс", "Импириел кемикл", "Бэнк оф Нью-Йорк" и "Секьюрити пасифик". По своей природе доходные акции не подвержены высокому предпринимательскому или финансовому риску, но вместо этого могут подвергаться достаточно высокому процентному риску.

Акции роста

Акции эмитентов, которые уже добились и будут иметь в будущем высокие темпы роста сбыта и роста прибыли, известны под названием *акции роста (акции быстрорастущих компаний)*. Такая акция может иметь *продолжительный и стабильный* темп роста прибыли, составляющий 15—18% в течение периода, за который обыкновенные акции в среднем имеют темп роста 5—6%. Акции компаний "Уолл-Март сторз" (образец информации о ней приведен ниже), "Кэпитал ситиз/эй-би-си", "Гэннетт", "Раббер-мейд" и "Мэрриотт" являются прекрасными образцами растущих акций. Как показывает практика, одни растущие акции относятся к первоклассным и гарантируют рост качества инвестиций, в то время как другие отличаются более высоким уровнем риска. По акциям роста, как правило, выплачиваются малые дивиденды или дивиденды по ним не выплачиваются совсем, а коэффициент дивидендных выплат редко превышает 25—30% прибыли, поскольку вся или бóльшая часть прибыли инвестируется в развитие компании и используется, по меньшей мере, для частичного финансирования быстрого роста. Таким образом, в данном случае важнейшим источником прибыли для инвесторов является увеличение курса акции. Акции роста обычно привлекают инвесторов, которые охотятся скорее за заманчивым приростом капитала, чем за дивидендами, и не прочь пойти на

"Уолл-Март сторз"

Символ в списке котировок *NYSE* — *WMT*. Опционы на Чикагской бирже опционов (март—июль—сентябрь—декабрь). В составе индекса "Стэндард энд пур'з 500"

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды на акцию	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
24 марта 1989 г.	за 1989 г.					
$38^1/_2$	$39^7/_8$–30	25	0,22	0,6%	A+	1,28

Заключение. "Уолл-Март сторз" представляет собой сбытовую сеть, состоящую из универсамов, расположенных в маленьких городах в зоне Среднего Запада — Санбел. Политика, направленная на расширение сбытовой сети, и агрессивная ценовая стратегия должны привести к росту ее рыночной доли, в то время как рост прибыльности оптовых баз и создание новых особых магазинов — комбинации супермаркета и продажи уцененных товаров, а также другие планы развития компании усиливают ее долгосрочные позиции.

Источник: Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, June 2, 1989.

серьезный риск (неопределенность окупаемости их инвестиций). Однако большинство инвестирующих в акции роста рассматривают дополнительный риск как совершенно приемлемый в свете относительно высокого потенциального роста прибыли, который обещает этот вид ценных бумаг.

Спекулятивные акции

Акции, не имеющие стабильного успеха на фондовом рынке, но тем не менее обладающие потенциалом существенного роста курсов, известны как *спекулятивные (рискованные) акции.* Возможность прихода новой команды квалифицированных управляющих или внедрение новой перспективной продукции способны объяснить веру инвесторов в такие акции. В других ситуациях возможность получения какой-нибудь новой информации, совершения открытия или разработки производственной технологии может благоприятно повлиять на перспективы роста компании и сильно поднять курс ее акций. Спекулятивные акции принадлежат к особой "породе" ценных бумаг, которая способна привлечь особое внимание в таких случаях, когда на рынке наблюдается тенденция к повышению курсов. В сущности, прибыли этих компаний неопределенны и в высшей степени нестабильны; курсы этих акций подвержены большим колебаниям и по ним обычно выплачиваются незначительные дивиденды либо дивиденды не выплачиваются совсем. Однако спекулятивные акции таких компаний, как "Микрософт" (образец информации о ней приведен ниже), "Хоум дипот", "Арбор драгз", "КонЭгра" и "Картер Уоллэс", имеют перспективы роста и возможность "сыграть" на фондовом рынке. Но для успешного размещения капитала инвестор должен определить акции с быстрорастущим курсом прежде, чем это сделают на фондовой бирже, и до того, как курс акции реально пойдет вверх. Спекулятивные акции, кроме того, представляют собой чрезвычайно рискованные ценные бумаги, требующие не только сильной выдержки, но также большого запаса знаний в области инвестирования капитала. Акции данного вида используются теми, кто ищет прироста капитала, а инвесторы зачастую агрессивно скупают и продают эти ценные бумаги в зависимости от требований момента.

"Микрософт корп."

Символ в *NASDAQ* — *MSFT* (включена в Национальную рыночную систему). Опционы на Американской и Тихоокеанской фондовых биржах (январь—апрель—июль—октябрь)

Курс	Колебания курса	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
16 декабря 1988 г.	за 1988 г.					
$49^3/_4$	$70^1/_2$–$45^1/_4$	20	Не выплачивались	Нет	Нет	Нет

Заключение. "Микрософт" производит и продает разнообразные программные продукты и их системы, включая операционную систему *MS—DOS*, наиболее широко применяемую в персональных компьютерах *IBM* и совместимых с ними. Компания также внедрила *MS OS/2* — операционную систему для усиления возможностей персональных компьютеров с 286-м и 386-м процессорами.

Источник: Standard & Poor's *OTC Stock Reports*, December 23, 1988.

Циклические акции

Циклические акции выпускаются компаниями, прибыли которых тесно связаны с общим уровнем экономической активности. Они, как правило, отражают общее состояние экономики, поэтому их курсы растут и падают по мере того, как экономический цикл проходит через пики и спады. Компании, которые обслуживают рынок, связанный с расходами предпринимателей на капитальное оборудование или расходами потребителей на крупногабаритную продукцию длительного пользования, например дома и автомобили, являются типичными эмитентами циклических акций и возглавляют их перечень. К ним, несомненно, относятся компании "Доу кемикл", "Элкоа", "Джорджиа галф", "Инкоу" и "Уортингтон индастриз" (образец информации о последней приведен ниже). По очевидным причинам эти акции наиболее привлекательны, когда перспективы экономического роста благоприятны, но их следует избегать инвесторам, когда состояние экономики ухудшается. Поскольку курсы этих акций имеют тенденцию изменяться в соответствии с уровнем экономической активности, они, по всей видимости, более подходят для тех инвесторов, которые стремятся скупать и сбывать их согласно экономическим условиям и которые способны выдерживать соответствующую этой конъюнктуре степень риска.

"Уортингтон индастриз"

Символ в *NASDAQ* — *WTHG* (включена в Национальную рыночную систему, объект операций в кредит). В составе индекса "Стэндард энд пур'з 500"

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
25 января 1989 г. $23^1/_8$	за 1988—1989 гг. $24^3/_4$–$16^3/_4$	15	0,44	1,9%	A	1,41

Заключение. Компания производит высокопрочные сорта стали, а также оборудование для трубопроводов, прессов, детали для станков высокоточной обработки и пластиковую продукцию массового спроса. С 1982 г. выручка от реализации продукции, прибыли и дивиденды этой высокоэффективной компании росли непрерывно. Рост выручки от реализации наряду с ростом рентабельности и небольшим снижением ставки налога на прибыль должны привести к более высоким прибылям в 1989 финансовом году.

Источник: Standard & Poor's *OTC Stock Reports*, February 3, 1989.

Оборонительные акции

Порой можно найти акции, курсы которых стабильны или даже растут по мере того, как экономическая активность снижается. Такие ценные бумаги известны как *оборонительные акции*, и их отличительная особенность заключается в меньшей восприимчивости к последствиям спада в экономическом цикле в сравнении со средними акциями прочих выпусков*. Примерами

* Такие акции обычно имеют фактор "бета" ниже единицы, поэтому их доходность изменяется медленнее, чем доходность идеально диверсифицированного рыночного портфеля, измеренная через индекс доходности акций широкого круга компаний. (*Прим. науч. ред.*)

оборонительных акций могут служить акции многих предприятий коммунального обслуживания, а также компаний по производству промышленной продукции и потребительских товаров, которые относятся к категории массового спроса: напитков, продуктов питания и лекарственных препаратов. Блестящим примером оборонительной акции являются обыкновенные акции компании "Бэндэг" (образец информации о ней приводится ниже), которая защищена от экономического спада и занимает роль ведущего мирового производителя каучука, применяемого для восстановления автопокрышек. Другим примером может служить компания "Локтайт", выпускающая высококачественные сорта клея. Однако самыми известными из всех компаний, выпускающих устойчивые, особенно в период инфляции, акции, являются золотодобывающие компании. Их акции обычно скупаются наиболее энергичными инвесторами. В большинстве своем эти инвесторы вкладывают средства в такие акции на время, пока фондовый рынок и/или экономика переживают фазу спада (пока не улучшится инвестиционный климат).

"Бэндэг, инк."

Символ на *NYSE* — *BDG*

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденды	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
25 января 1989 г.	за 1989 г.					
72	$72^5/_8$–$64^1/_4$	15	0,90	1,3%	A+	0,97

Заключение. Компания является лидером в производстве резины, оборудования и компонентов для запатентованной технологии холодного литья, применяемого в целях восстановления покрышек. Выручка за реализованную продукцию и прибыль за последнее десятилетие постепенно росли, и дивиденды возрастали ежегодно начиная с первого года выплаты — 1976 г. Зарубежные операции компании в 1988 г. составили 37% ее оборота и принесли 26% прибыли от основной деятельности. Семейство Кавер контролирует около 72% голосов в компании.

Источник: Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, May 3, 1989.

Другие виды обыкновенных акций

Описанные выше ценные бумаги принадлежат к основным группам акций, занимающим передний рубеж фондового рынка. Помимо них существует несколько других видов акций, которые, хотя и уступают в популярности первоклассным или доходным акциям, тем не менее привлекают многих опытных инвесторов. Эта группа акций включает все прочие виды — от не пользующихся спросом акций до *акций внебиржевого оборота*, часто называемых акции с "розовых страниц" (описание которых приводится во вставке "Проницательному инвестору"), кроме того, она охватывает иностранные акции, акции малых компаний и акции первичного открытого размещения.

Если инвестор готов смириться со всеми издержками и волокитой, то единственным способом размещения своего капитала в иностранные акции для него является приобретение акций, котируемых на рынках ино-

Американские депозитарные свидетельства — *это ценные бумаги, с помощью которых осуществляются операции с иностранными акциями на американских рынках; эти свободно обращающиеся финансовые инструменты подобны обыкновенным акциям, так как каждое свидетельство представляет определенное количество акций конкретного иностранного эмитента; данные свидетельства продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и на внебиржевых рынках ценных бумаг.*

странных ценных бумаг. Однако лучший и наиболее простой способ вложения капитала в иностранные акции заключается в покупке **американских депозитарных свидетельств** *(American Depositary Receipts, ADRs)*. По существу, они являются свободно обращающимися финансовыми инструментами, выпускаемыми банками Америки, и каждое из них представляет определенное количество акций конкретного иностранного эмитента. Так, например, каждое депозитарное свидетельство компании "Хитачи" представляет право владения 10 акциями данной компании. Несмотря на то что акции "Хитачи" не содержатся в котировочных бюллетенях ни одной американской фондовой биржи, депозитарные свидетельства на эти акции котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, где каждое из них продается аналогично любой обыкновенной акции. Фактически американское депозитарное свидетельство рассматривается подобно любой американской акции, и владелец, являясь его держателем, как и держателем любой американской акции, пользуется правом получения дивидендов и прироста капитала, возникающим по соответствующим иностранным акциям. Всего на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и внебиржевом рынке ценных бумаг обращаются более 700 видов депозитарных свидетельств. Помимо "Хитачи" на фондовых рынках Америки можно приобрести иностранные акции других компаний, включая "Бритиш петролеум", "Кэннон", НЭК, "Вольво", "Юнилевер" и "Ягуар" (образец информации о депозитарном свидетельстве приведен ниже). Вследствие того, что номинал депозитарных свидетельств выражен в долларах, котировки их курсов изменяются в соответствии с изменениями курсов валют.

"Ягуар паблик"

Символ NASDAQ — *JAGRY* (в том числе и в Национальной рыночной системе; требуется первоначальный взнос)

Курс	Колебания курсов	Коэффициент "кратное прибыли"	Дивиденд	Текущая доходность	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Фактор "бета"
6 сентября 1988 г.	за 1988 г.					
$4^1/_4$	$6^1/_8$–4	9	0,214	5,0%	Нет	Нет

Заключение. Данная британская компания — производитель автомобилей класса люкс, известных под марками "Ягуар" и "Даймлер", — внедрила новую модель "Ягуара" "*XJ6 sedan*" в октябре 1986 г. Прибыли за 1987 г. были снижены в связи с расходами по выводу на полную мощность новой модели и неблагоприятными колебаниями валютного курса. (Акции данного эмитента продаются на основе американских депозитарных расписок в автоматизированной системе котировок; каждая депозитарная расписка представляет одну обыкновенную акцию.)

Источник: Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, September 14, 1988.

Ряд инвесторов рассматривают *малые компании* как определенный самостоятельный класс. Они убеждены, что акции этих компаний привлекательны с точки зрения прироста капитала на устойчивых рынках, и во многих случаях это оказывается справедливым. Компании с малой капитализаци-

ей*, так называемые *small caps*, обычно имеют объем реализации продукции менее 250 млн. долл., и вследствие их малого размера проблески роста в виде кратковременного улучшения деловой конъюнктуры могут оказать серьезное воздействие на их прибыль и курсы акций. "Болар фармасьютиклз", "Эй-ти кросс", "Миннетонка", "*FHP* интернэшнл", "Блокбастер энтетейнмент" и "*TCBY* энтерпрайзиз" — лишь некоторые примеры малых компаний, выпускающих хорошо известные акции. Поскольку большинство этих компаний относится к разряду малых и не имеет большого количества акций в обращении, то их акции не являются объектом интенсивных операций на рынке ценных бумаг. Кроме того, для акций малых компаний характерна тенденция "сегодня существую, а завтра исчезаю". Потенциал доходности по многим акциям подобных компаний может быть значительным, но инвесторы должны осознавать и высокий инвестиционный риск, связанный с их приобретением.

Акции первичного открытого (публичного) размещения — *это особая группа обыкновенных акций, эмиссию которых проводят новые на фондовом рынке компании, впервые предлагающие свои акции в открытую продажу.*

Особой разновидностью акций малых компаний являются так называемые **акции первичного открытого (публичного) размещения**. Эти выпуски, как правило, представлены обыкновенными акциями, эмиссию которых проводят относительно новые компании, впервые объявляющие о публичной продаже своих акций. В 1987 и 1988 гг. 830 компаний объявили об открытом размещении своих акций. (До этого эти акции были размещены по закрытой подписке, и операций по ним на открытом рынке *не проводилось*.) Как акции малых компаний они заманчивы своим значительным, зачастую феноменальным, приростом капитала, который может выпасть на долю инвестора. Так, например, компания "Энтетейнмент маркетинг" вышла на открытый рынок в 1985 г., имея первоначальный курс акции, равный 2 долл., а по прошествии полугода ее акции продавались по курсу 6,50 долл., что обеспечило ее первым инвесторам прибыль, составившую 222%. К сожалению, судьба далеко не всех акций этой группы такова. Для иллюстрации приведем пример компании "Пицца трэнзит оторити", которая тоже вышла на открытый рынок в 1985 г., имея первоначальный курс акции 2,75 долл., а к концу того же года курс ее акций упал до 1 долл. за акцию. Выпуски, размещаемые впервые на открытом рынке, несомненно, являются чрезвычайно рискованными инструментами, причем все риски проведения "крутой игры" полностью падают на инвестора. Так как до этого размещения данные акции не имели открыто признанной рыночной оценки, их следует использовать только тем инвесторам, которые точно знают, что именно их привлекает в компании, и которые способны справиться с чрезвычайно высоким уровнем риска. Если вы намерены приобрести такие выпуски акций, то непременно проведите диверсификацию, другими словами, вкладывайте капитал в акции разных эмитентов. Не помещайте все свои средства только в один конкретный выпуск. Курсы акций этой группы эмитентов склонны повышаться при активизации рынка, а при "вялом" состоянии фондового рынка на нем часто доминируют акции сетей розничных торговых компаний, продовольственных магазинов и предприятий высокой технологии. Среди многообещающих

* Капитализация означает суммарную рыночную стоимость всех акций, находящихся в обращении. Ее величина зависит не только от количества акций в обращении, но и от их курса. Барьер, который отделяет акции компаний с малой капитализацией от тех, которые относят к группе компаний с большой капитализацией (*high caps*), составляет 500 млн. долл. на американском фондовом рынке. *(Прим. науч. ред.)*

акций, объявленных для открытой продажи в 1987 и 1988 гг., были акции компаний "Октель комьюникейшен", "Систем софтуэр", "Шарпер имидж", "Файлнет" и "Стейплз инкорпорейтед".

Альтернативные стратегии инвестирования

В сущности, инвесторы используют обыкновенные акции: 1) как "хранилище" стоимости инвестируемого капитала; 2) для накопления капитала; 3) как источник текущего дохода. Сохранение стоимости инвестируемого капитала важно для всех инвесторов, поскольку никто не хочет терять свои средства. Вместе с тем некоторые инвесторы более сосредоточены на этой задаче, чем на какой-либо другой, и в этой связи, пребывая в поисках нужных им акций, выдвигают на первое место вопрос о безопасности основной суммы инвестируемого капитала. Такие инвесторы более ориентированы на качество инвестиций и тяготеют к первоклассным акциям и другим видам неспекулятивных акций. Накопление капитала, напротив, обычно является важной целью для лиц, устремленных к горизонтам долгосрочных инвестиций. Они используют прирост капитала и/или дивиденды, которые обеспечиваются акциями, для повышения своего благосостояния. Одни вкладывают в акции роста, другие — в доходные акции, третьи — в оба вида понемногу. Наконец, часть инвесторов пользуется акциями как источником текущего дохода, для них существенное значение имеет именно надежный поток дивидендов. Высокодоходные надежные акции, как правило, являются предпочтительным средством инвестирования для инвесторов подобного рода.

Инвесторы могут прибегать к разным *стратегиям инвестирования* для достижения одной или более названных выше целей. К таким стратегиям относятся следующие: стратегия долгосрочного владения, стратегия получения высоких доходов на инвестированный капитал, стратегия долгосрочного роста качества инвестиций, агрессивное управление акциями, а также стратегия спекуляции. Первым трем стратегиям, по всей видимости, отдадут предпочтение инвесторы, которые расценивают сохранение стоимости инвестируемого капитала как самое важное условие. В зависимости от темперамента инвесторов и времени, которое они могут посвятить программе инвестирования, любая из вышеперечисленных стратегий может использоваться в целях накопления капитала; стратегия высокого дохода представляет наиболее логичный выбор для тех инвесторов, которые используют акции как источник текущего дохода.

Стратегия долгосрочного владения

Данная инвестиционная стратегия — одна из основных и, несомненно, наиболее консервативных. Ее цель состоит в размещении денежных средств в надежные инвестиционные инструменты (безопасность основной суммы инвестируемого капитала является жизненной необходимостью) и отслеживании их роста в течение длительного периода. Высококачественные акции, предлагающие привлекательный текущий доход и/или прирост капитала, отбираются и сохраняются во владении длительное время, возможно, 15—20 лет. Эта стратегия часто применяется для финансирования будущих пенсионных программ, удовлетворения потребностей детей в образовании или

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Акции с "розовых страниц": скрытый фондовый рынок

Где можно сейчас найти акции, пользующиеся большим спросом?

Некоторые ответят, что там же, где и всегда, — на изменчивом и рискованном внебиржевом рынке, т.е. это акции с "розовых страниц".

Даже в бурные дни, предшествовавшие краху фондовой биржи в октябре 1987 г., для ведущих акций, подлинных лидеров биржевого и внебиржевого рынков страны, инвесторам было весьма трудно следовать за динамикой доходности нескольких заурядных выпусков с "розовых страниц".

Инвесторы приветствовали "Меррилл Линч", когда эта почтенная брокерская фирма, предоставлявшая полный комплекс брокерских услуг, рекомендовала американские депозитарные свидетельства "Рейтерс" (внебиржевого обращения) по курсу около 50 долл. за штуку в самом начале года, после чего их курс превысил 90 долл. Но сколько инвесторов последовало рекомендации расположенной в Нью-Йорке фирмы "Мостэл энд Тэйлор", данной примерно в то же самое время, и приобрело акции компании "Селюлар Америка" (символ выпуска на внебиржевом рынке — *CELM*) по курсу 37,5 цента?

Не много приверженцев нашлось у этой компании, судя по тому факту, что эти акции никогда не привлекали большого внимания на Уолл-стрите, даже несмотря на стремительный рост стоимости до 2,43 долл. ...

Итак, такого рода вещи происходят во внебиржевом обороте, который служит "плантацией" для акций растущих и незрелых молодых компаний и удачным местом охоты для инвесторов, стремящихся отыскать на нем необработанные алмазы. Однако, прежде чем что-нибудь приобрести, подумайте, привлекает ли вас вложение капитала в акции с "розовых страниц", т.е. в акции, явно более рискованные, низко котирующиеся, менее известные, чем многие другие.

Хотя инвестиционные консультанты обычно приравнивают акции с "розовых страниц" к акциям с низким номиналом и акциям компаний-новичков, на самом деле на внебиржевом рынке нет ничего нового и незначительного.

«Практически каждая известная компания, которую вы сегодня найдете в листе котировок Нью-Йоркской биржи и на внебиржевом рынке, однажды находилась в числе акций с "розовых страниц"», — заявляет Рэндалл Реинг, консультант по вопросам инвестиций компании "Доу тиори форкастс" — консультационной фирмы, которая специализируется на акциях с низкими рыночными курсами...

"Эппл компьютер", "Лайфоумед", "Лиз Клэборн", "Сигейт текнолоджи" и все любимые вами акции системы Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг США перечислены на "розовых страницах", а также входят в Систему автоматизированной информации о котировках этой ассоциации *(NASDAQ)*.

Существует около 12 000 выпусков акций компаний, не способных или не желающих отвечать требованиям к финансовой отчетности Комиссии по ценным бумагам и биржам США. В результате они не зарегистрированы ни на одной фондовой бирже и не включены в Национальную рыночную систему *NASDAQ*.

Ряд этих компаний хорошо известен: "Рэнд Макнэлли", "Хоффман-Ларош", "Манишевич", "Черчиль Даунз". Названия именно этих компаний можно было бы ожидать увидеть на демонстрационном табло Нью-Йоркской фондовой биржи, но данные компании предпочитают оставаться среди акций с "розовых страниц", поскольку их акции находятся во владении ограниченного числа инвесторов или компании не хотят гласности, которая сопровождает энергичные фондовые сделки.

Основанный в 1913 г. рынок акций с "розовых страниц" — один из старейших в США. Два пионера Уолл-стрита — Роджер Бэбсон и Артур Эллиотт — увидели необходимость распространения информации о курсах таких акций и организовали Национальное бюро котировок. В брокерские фирмы отправлялись посыльные для сбора листков, где торговцы записывали курсы акций, которые они хотели предложить при покупке или продаже.

Бэбсон и Эллиотт сводили воедино всю информацию и в 30-х годах начали издавать ее на "розовых страницах" для распространения в брокерских фирмах. Этот процесс почти не изменился за прошедшие с того времени полвека. Сегодня 400-страничный и по-прежнему напечатанный на розовой бумаге бюллетень распространяется пять дней в неделю по брокерским фирмам, расположенным в финансовых районах крупных городов, и отправляется срочными рейсами в брокерские компании в другие точки США.

Одна уступка быстро меняющейся природе сделок по ценным бумагам была сделана в 1986 г., когда эта "розовая" база данных стала распространяться через компьютерную сеть "Куотрон", в которой участвуют большинство брокерских фирм. Это означает, что брокеры внебиржевого рынка могут перелистывать "розовые страницы" с помощью терминалов своих персональных компьютеров.

Информация, которую брокер увидит высвеченной на экране компьютера, может тем не менее оказаться устаревшей. Сделки не регистрируются, а курсы продавцов и покупателей акций обновляются в данной системе только по заявке "маркет-мейкеров", которые выполняют роль "специалиста" во внебиржевом обороте акций с "розовых страниц".

Бóльшая часть сделок по-прежнему совершается по телефону. Если вы обратитесь к своему брокеру с просьбой узнать курс малоизвестной акции с "розовых страниц", а у самой брокерской компании в это время этих акций не окажется, то вашему брокеру, чтобы узнать ее последний курс, придется созваниваться с "маркет-мейкером", который непременно имеет данные акции.

Вместе с тем изменения на этом рынке все-таки происходят. Национальная ассоциация фондовых дилеров 1 октября 1989 г. начала публиковать информацию, которая отражает новые требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США и состоит в том, что "маркет-мейкеры", постоянно котирующие акции с "розовых страниц", должны давать сведения о сделках значительного объема.

"Впервые отчеты будут содержать все о деятельности нерегулируемого внебиржевого рынка ценных бумаг", — заметил Боб Ферри, представитель Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг США.

«Существует также возможность, что спонсируемое Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг табло электронного бюллетеня для распространения более оперативной и полной информации о курсах акций с "розовых страниц" может быть введено в эксплуатацию до конца 1988 г.», — добавляет Ферри ...

Невзирая на подобные новшества, рынок по-прежнему остается в высшей степени разрозненным. В этой связи неудивительно, что курс спроса и курс предложения, зарегистрированные на "розовых страницах", должны восприниматься просто как ориентиры для установления реальных рыночных курсов. Разница между этими курсами может быть существенной. И потому нет ничего необычного в том, что можно увидеть акции внебиржевого рынка с курсом спроса в 50 центов и предлагаемые по 1,50 долл. И кроме того, на этом рынке просто не бывает "лучшего" курса.

В то время как выбранный вами брокер должен стремиться продать вам такие акции внебиржевого оборота по курсу 1,50 долл., если таковым является курс продавца, вы вовсе не обязаны их покупать по этому курсу. "Запомните, что никаких защитных механизмов, которые сопровождают проведение сделок с акциями, обращающимися на бирже, у вас нет", — замечает Якобсон.

Источник: Dan Ruck, "The Hidden Stock Market", *Money Maker*, December/January 1989, pp. 46—48.

просто как удобный способ накопления капитала в течение долгого времени. Обычно инвесторы выбирают несколько хороших акций и затем вкладывают в них свой капитал в установленном порядке на продолжительный период. Они будут хранить эти ценные бумаги до тех пор, пока либо не изменится инвестиционный климат, либо не произойдут резкие изменения в результатах деятельности компании. Инвесторы не только регулярно пополняют свои инвестиционные портфели дополнительными активами (многие расценивают такие портфели как программу сбережений), но и бо́льшая часть их дохода, получаемая в виде годовых дивидендов, возвращается к ним и реинвестируется в покупку дополнительных акций (такие инвесторы часто участвуют в программах реинвестирования дивидендов компании). Данный подход, долгое время пользовавшийся популярностью среди так называемых *ориентированных на сохранение стоимости капитала инвесторов*, теперь используется лицами, осознанно стремящимися к качественным инвестициям и ищущими в высшей степени конкурентоспособные акции, дающие прибыль в течение длительного периода.

Стратегия получения высокого дохода на капитал

Инвесторы зачастую обращаются к обыкновенным акциям, когда стремятся иметь высокий уровень текущего дохода. Обыкновенные акции рассматриваются как средство для достижения целей подобного рода не только благодаря текущим дивидендам, но также благодаря тому, что *уровни дивидендов имеют тенденцию возрастать с течением времени*. Безопасность основной суммы капитала и стабильность дохода имеют для любого инвестора очень большое значение, в то время как прирост капитала является вторым по значимости. Акции, обеспечивающие качество дохода, представляют собой популярный инвестиционный инструмент в рамках данной стратегии. Благодаря высокой текущей доходности по большому числу доходных акций ряд инвесторов следуют этой стратегии просто для того, чтобы иметь высокие (и относительно надежные) прибыли на инвестированный ими капитал. Однако достаточно часто стратегии, предусматривающие высокий текущий доход, используются как теми, кто стремится к пополнению своего текущего дохода, так и теми, кто планирует использовать эти доходы в целях потребления подобно супругам-пенсионерам, желающим дополнить свои пособия по социальному обеспечению доходом на акции.

Стратегия долгосрочного роста качества инвестиций

Данная стратегия *менее* консервативна, чем обе рассмотренные выше, в том смысле, что она ориентирована на прирост капитала как основной источник прибыли. В рамках данной стратегии осуществляется довольно большое количество сделок, хотя основная их часть заключается по акциям растущих компаний, предлагающих заманчивые перспективы роста и шанс значительного увеличения стоимости. Однако это не означает, что дивиденды игнорируются, поскольку существует целый ряд акций роста, по которым выплачиваются дивиденды. Заинтересованные в росте инвесторы рассматривают дивиденды как *дополнительный источник прибыли*. Но даже с акциями роста, предусматривающими выплату дивидендов, эта стратегия все-таки

сфокусирована на приросте капитала как основном способе получения более высокой прибыли. Данный подход определенно подразумевает более высокую степень риска и вследствие этого часто предполагает значительную диверсификацию инвестиций. Долгосрочное накопление капитала — наиболее часто звучащий аргумент в пользу применения данной стратегии, но в отличие от первого варианта — покупки акций с последующим долгосрочным владением — инвестор энергично и настойчиво ищет большей отдачи с помощью заключения большего числа сделок и принятия на себя более высокого систематического риска (выбирая акции с высокими факторами "бета". — *Прим. науч. ред.*).

Агрессивное управление портфелем акций

Агрессивный стиль управления капиталом также основан на принципе использования качественных акций, но только с разницей в цели, которая в данном случае сводится к выявлению акций с привлекательными нормами доходности, осуществляемому с помощью полностью управляемого портфеля инвестиций. Иначе говоря, данная инвестиционная стратегия предполагает энергичные действия инвестора по купле-продаже различных акций, что позволяет ему добиваться высокой доходности как на основе текущего дохода (дивидендов), так и на базе прироста капитала. Первоклассные акции, доходные акции, акции роста и циклические акции, по всей видимости, представляют собой основной инвестиционный инструментарий в этом случае. Доходные, циклические акции и акции роста, очевидно, окажутся основными инструментами в периоды роста курсов акций, т.е. в период рынка "быков", а оборонительные акции, наличный денежный капитал и краткосрочные долговые инструменты, скорее всего, будут использованы во время падения курсов акций, т.е. в период рынка "медведей". Данный подход в некоторой степени близок к стратегии долгосрочного повышения качества инвестиций, однако он предполагает существенное увеличение интенсивности и частоты операций и, как правило, снижение инвестиционного горизонта. Так, например, вместо ожидания изменений курсов акции в течение 2—3 лет агрессивный инвестор получит аналогичный размер прибыли всего за 6—12 месяцев. Частота заключения сделок с ценными бумагами и ускорение оборота вложенного капитала составляют два ключевых элемента этой стратегии. Ей свойствен выраженный и существенный риск, кроме того, она предъявляет реальные требования к использованию времени, индивидуальным навыкам и пониманию инвестиционного процесса инвестором. Вместе с тем вознаграждение за эти усилия может оказаться также значительным.

Стратегия спекуляции

Стратегия спекуляции является наименее консервативным вариантом, особенно в экстремальных своих проявлениях. Единственная инвестиционная задача сводится к достижению прироста капитала, и если она достижима в течение двух недель — задача выполнена. Хотя инвесторы, прибегающие к данной стратегии, уделяют бóльшую часть внимания спекулятивным выпускам обыкновенных акций, они не противятся использованию и других видов обыкновенных акций, если последние предлагают привлекательный

краткосрочный прирост капитала. Многие спекулянты находят, что информация об отрасли промышленности и конкретной компании менее важна при применении данной стратегии, чем знание рыночной психологии или общего состояния конкретного рынка. Как можно более быстрое избавление от акций после получения значительного прироста капитала — вот к чему сводится данная стратегия. Она представляет собой постоянный процесс перехода от одной позиции к другой по мере развертывания новых инвестиционных возможностей. Вследствие того, что эта стратегия несет в себе большой риск, многие финансовые операции заканчиваются с незначительной прибылью, бесприбыльно или даже при значительных убытках. Конечно, существует надежда, что если кому-либо удастся продать акцию по самому высокому курсу, то это даст ощутимый результат и поэтому размеры прибыли окажутся более чем достаточны, чтобы покрыть убытки. Другими словами, чистый результат будет состоять в огромной норме прибыли, соразмерной с имевшимся риском. Инвестиции подобного рода, вероятно, требуют серьезных знаний, времени и, что наиболее важно, психологической стойкости и финансовой мощи для противостояния шоку финансовых убытков.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Обыкновенные акции в течение долгого времени сохраняют популярность в силу привлекательности доходов, которые они гарантируют инвесторам, — от текущего дохода до прироста капитала. Существует много видов обыкновенных акций, позволяющих удовлетворить практически любые потребности инвестора.
- Владельцы обыкновенных акций являются остаточными собственниками и в этом качестве обладают правом получения всех видов прибыли, оставшейся после покрытия расходов и удовлетворения требований кредиторов.
- В ретроспективе (на протяжении более 40 лет) акции давали инвесторам возможность получать годовую доходность в размере 10—15%. Этот показатель включает как дивиденды, так и прирост капитала, он достаточно точно отражает ожидания по поводу акций на длительную перспективу. Конечно, возможно получение более высокой доходности за более короткие промежутки времени и/или при принятии более высокого риска.
- Несмотря на то что затраты на проведение операций на фондовом рынке могут показаться относительно несущественными, они способны оказать влияние на прибыль от инвестированного капитала; один из способов снижения подобного рода затрат состоит в использовании услуг дисконтных брокеров, которые позволяют сэкономить 30—80% комиссионных сборов.
- Существует несколько способов исчисления стоимости акции, начиная с балансовой стоимости, которая отражает учетную стоимость, до рыночной и инвестиционной стоимостей, представляющих наибольший

интерес для инвестора, поскольку две последние из названных видов стоимости отражают реальную и оценочную стоимости акции.

- В то время как обыкновенные акции часто рассматриваются как идеальное средство страхования от инфляции, в действительности же в случае высокой инфляции их защитная роль, как правило, весьма неудовлетворительна.
- Дивиденды наличными являются одной из форм доходов инвесторов и выплачиваются компаниями в соответствии с конкретной дивидендной политикой; в ряде случаев компании объявляют о выплате дивидендов в виде дополнительных акций вместо или в добавление к дивидендам наличными. Многие компании разрабатывают программы реинвестирования дивидендов, согласно которым дивиденды наличными автоматически используются для покупки новых акций данной компании.
- Вид выбранных акций зависит от потребностей и предпочтений инвестора. Современный фондовый рынок предоставляет инвестору полный диапазон акций, на основе которого можно сделать выбор, включая первоклассные ("блю чипс"), доходные акции, акции роста, спекулятивные, циклические и оборонительные акции, а также акции иностранных и малых отечественных компаний и, наконец, впервые размещаемые публично акции.
- В сущности, обыкновенные акции могут использоваться с целью сохранения стоимости инвестируемого капитала, для накопления капитала и/или как источник текущего дохода. Различные инвестиционные стратегии применяются для достижения этих целей, к ним, в частности, относятся стратегия долгосрочного владения, стратегия получения высоких доходов на инвестированный капитал, стратегия долгосрочного роста качества инвестиций, агрессивное управление портфелем акций, а также стратегия спекуляции.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Что такое обыкновенная акция? Что подразумевает утверждение о том, что владельцы обыкновенных акций являются остаточными собственниками компании?
2. Какие два или три важнейших инвестиционных свойства обыкновенных акций вы могли бы выделить?
3. Каковы некоторые преимущества и недостатки владения обыкновенными акциями? Каковы основные виды риска, которому подвергается инвестор?
4. Объясните разницу между дроблением акций и дивидендом, выплачиваемым в виде акций, на основе нижеследующих условий:

   а) предположим, что Дэйзи Коуль владеет 250 акциями корпорации "Консолидейтид эвретинг". Сколько акций окажется в ее владении после проведения корпорацией дробления в соотношении 2 : 1?

   б) что бы произошло, если бы названная корпорация объявила о выплате 200%-х дивидендов акциями?
5. Дуайт Крэнстон владеет акциями компании "Дженерал рефриджерейшн энд кулинг". Недавно компания провела дробление акций в соотношении 5 : 2. Если акции компа-

нии продавались по курсу 50 долл. за акцию до проведения дробления, по какому курсу будут продаваться акции этой компании сразу после процедуры дробления? Если Дуайт имел 200 акций до дробления, сколько акций у него окажется после проведения данной процедуры? Объясните, какое действие оказала процедура дробления на рыночную стоимость его акций.

6. Взгляните на показатели доходности акций, представленные в табл. 6.1, особенно на их динамику в 70-е и 80-е годы, и ответьте на следующие вопросы:

   а) как бы вы сравнили доходы, поступавшие в 70-е годы, и доходы, получаемые в 80-е?
   б) насколько важны дивиденды как источник дохода? Что вы можете сказать по поводу значения прироста капитала? Какая форма дохода важнее как источник совокупного дохода инвестора? Что является причиной значительных колебаний величины совокупного дохода прибыли?
   в) рассматривая среднегодовую доходность за *период владения акциями*, составляющий 5 или более лет, какую норму доходности вы можете назвать как типичную для всего фондового рынка? Разумно ли ожидать в будущем в среднем такую же норму доходности? Означает ли это, что получить более высокие показатели доходности невозможно? Поясните свою точку зрения.

7. Почему компании выкупают собственные акции? Похожи ли эти акции на классифицированные акции? Являются ли определенные категории классифицированных акций особенно притягательными для определенных типов инвесторов?

8. Дайте определение и объясните разницу между каждой из перечисленных ниже пар терминов:

   а) номинальная и ликвидационная стоимость;
   б) дивиденды наличными и дивиденды акциями;
   в) дата регистрации и дата платежа;
   г) акции роста и спекулятивные акции.

9. Общая сумма активов компании "Крэкт поттери" составляет 2,5 млн. долл., общая сумма краткосрочных обязательств и долгосрочного долга равна 1,8 млн. долл., компания имеет в обращении 8%-е привилегированные акции на сумму 200 тыс. долл. Какова совокупная балансовая стоимость собственного капитала данной компании? Какой бы стала балансовая стоимость в расчете на одну акцию, если бы количество обыкновенных акций в обращении составляло 50 тыс. шт.?

10. Являются ли акции хорошим средством страхования от инфляции? Поясните свою точку зрения.

11. Компания "Филдс бивередж" недавно объявила размер чистой прибыли равным 15,8 млн. долл.; компания имеет в обращении 2,5 млн. обыкновенных акций и выплачивает совокупные дивиденды по привилегированным акциям в размере 1 млн. долл. в год:

    а) рассчитайте прибыль на акцию *(EPS)*;
    б) предположим, что акция компании продается по курсу 60 долл. Чему будет равна текущая доходность акций компании, если она выплачивала 2 долл. дивидендов на акцию владельцам обыкновенных акций?

12. Энгюс Хоффмайстер владеет 200 акциями компании "Консолидейтед глу". Совет директоров компании недавно объявил о выплате дивидендов наличными в размере 50 центов на акцию и установил дату платежа — 18 апреля — для акционеров, зарегистрированных 22 марта:

    а) получит ли Энгюс дивиденды, и если получит, то какую сумму, если он *продаст* свои акции 20 марта?
    б) предположим, что Энгюс принял решение не продавать свои акции. Если он участвует в программе компании по реинвестированию дивидендов, то сколько новых акций он получит при условии, что в настоящий момент компания реализует свои акции по курсу 40 долл., а согласно плану предлагается установить 5%-ю скидку на покупку акций? (Предположим, что весь дивидендный доход Энгюса используется на

эту программу.) Должен ли будет Энгюс выплатить какие-либо налоги на свои дивиденды, поскольку он получает их не в денежном выражении, а в акциях?

13. Джуди Томпсон — держатель 400 акций банка "Форт тэшенел бэнк энд траст". В совете директоров компании есть три вакансии; голосование по кандидатурам на эти вакансии будет проходить на следующем заседании собрания акционеров, на котором Джуди намерена присутствовать. Один кандидат — г-жа Люси Шарп — обладательница безупречной репутации. Джуди убеждена, что для данной компании давно настало время включить женщину в совет директоров. Сколько голосов подаст Джуди за г-жу Шарп, если в банке использовали систему выборов путем простого большинства, и сколько — в случае применения принципа кумулятивного голосования (сложения голосов по акциям)?

а) Объясните основную разницу между двумя названными процедурами голосования;
б) какая из двух процедур голосования содействует интересам меньшинства акционеров?

14. Обсудите инвестиционные преимущества каждого из следующих видов акций:

а) первоклассные акции ("блю чипс");
б) доходные акции;
в) оборонительные акции;
г) американские депозитарные свидетельства.

15. Почему бóльшая часть доходных акций дает возможность получить лишь ограниченную величину прироста капитала? Означает ли это, что перспективы устойчивой доходности инвестиций также ограниченны? Поясните свою точку зрения.

16. Какова разница между двумя видами дивидендной политики: стандартного дивиденда и постоянной доли в прибыли? Предположим, что компания "Саутвэст гамбургер" имеет следующую пятилетнюю картину динамики прибыли на акцию:

Год	Прибыль на акцию (*EPS*) (в долл.)
1985	1,40
1986	2,10
1987	1,00
1988	3,25
1989	0,80

Какая дивидендная политика обеспечила бы акционерам более высокие дивиденды за пятилетний период:

а) дивиденды на основе фиксированного коэффициента дивидендных выплат, равного 40%;
б) стандартные дивиденды по фиксированной дивидендной ставке, составляющей 1 долл. на акцию.

17. Почему экс-дивидендная дата столь важна для акционеров?

18. Дайте краткое объяснение каждого из перечисленных ниже типов инвестиционных стратегий, а также укажите виды обыкновенных акций (первоклассные акции, спекулятивные акции и т.д.), которые наилучшим образом соответствуют каждой из них:

а) стратегия долгосрочного сохранения портфеля акций;
б) стратегия получения высоких доходов на инвестированный капитал;
в) агрессивное управление портфелем акций.

19. Предположим, что следующие курсы для акций корпорации "Альфа-бета" (акции зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже) были взяты из "Уолл-стрит джорнэл" (за 10 апреля, четверг):

254	$150^1/_2$	*"Альфа-бета"*	*ALF*	6,00	3,2	15	755	$194^1/_4$	189	$189^1/_8$	$-3^7/_8$

Имея данную информацию, ответьте на следующие вопросы:

а) в какой день производились описанные выше операции купли-продажи?
б) по какому курсу продавалась акция в момент закрытия фондовой биржи в среду 9 апреля?
в) каковы самый высокий и самый низкий курсы, по которым продавались акции в день данной котировки?
г) чему равен коэффициент "кратное прибыли" *(P/E)* данной компании? Что означает эта величина коэффициента?
д) каков курс последней сделки в день котировки?
е) какова величина ожидаемых дивидендов в текущем году?
ж) каковы самый высокий и самый низкий курсы акций за последние 52 недели?
з) сколько акций компании было продано в день котировки?
и) насколько велико изменение курса акции, если таковое имело место между днем котировки и предыдущим днем?

20. Ответьте на следующие вопросы, используя котировку акций компании "ДЭФ инкорпорейтед" (акции обращаются на внебиржевом рынке ценных бумаг):

DEF	1,10	86	$41^5/_8$	$42^1/_8$	$+^1/_4$

а) по какому курсу вы могли бы приобрести акцию компании ДЭФ в день котировки? Как называется этот курс?
б) какова величина ежегодного дивиденда в расчете на акцию компании ДЭФ?
в) сколько акций компании ДЭФ продавалось в день, информация о котором приведена выше?
г) по какому курсу вы могли бы приобрести акцию компании ДЭФ в *день, предшествующий* приведенной выше котировке? Поясните свой ответ;
д) по какому курсу вы могли бы *продать* акцию в день котировки? Как называется этот курс?

21. Используя возможности, имеющиеся в вашем университетском городке или публичной библиотеке, выберите *любые три* обыкновенные акции, которые вам понравятся, и определите для каждой из них величину балансовой стоимости в расчете на акцию, прибыль на акцию и текущую доходность акции. Представьте все свои расчеты.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

6.1. Сара Томас пристально изучает ситуацию на фондовом рынке

Сара Томас — детский психиатр; она имеет блестящую практику в г. Феникс, шт. Аризона. Ее частная практика стала столь прибыльной, что за последние несколько лет она накопила значительную сумму денег, хранящуюся на сберегательных счетах, и имеет при этом достаточно средств для комфортной жизни. Сара долго и усердно работала, чтобы добиться успеха, но о подобном никогда даже не мечтала. К счастью, успех не испортил Сару, которая, еще не обзаведясь семьей, сохраняет добрые отношения со старыми друзьями. Один из ее близких друзей Терри Дженкинз работает брокером (и очень преуспевает в своем деле). Сара много общается с Терри, который является ее финансовым консультантом.

Недавно Сара участвовала в открытом семинаре, посвященном фондовому рынку и вопросам инвестирования. Подобно многим другим Сара осознала, что держать все свои сбережения на сберегательных банковских счетах с низкой процентной ставкой — большая ошибка. Однажды вечером Сара беседовала с Терри и призналась ему, что в последнее время много прочитала о фондовом рынке и нашла акции нескольких компаний, которые ее заинтересовали. Она описала их следующим образом:

- Компания "Норт Атлантик суимсьют", специализирующаяся на пошиве купальных костюмов: акции этой компании принадлежат к виду спекулятивных и по ним дивиденды не выплачиваются, а прибыль неустойчива. Однако Сара чувствует, что перспективы роста данной компании никогда не были лучше, чем сейчас. "Сейчас на пляже, как никогда прежде, отдыхает просто тьма людей, проводящих там все свое свободное время".
- Компания "Таун энд кантри компьютерз" — это давно известная фирма — производитель компьютеров со скромным уровнем текущей доходности акций (около 5%). Ее рассматривают как компанию, ориентированную на повышение качества инвестиций. Познакомившись с одним из финансовых отчетов, Сара поняла, что фирма имеет прекрасный потенциал в отношении роста долгосрочных инвестиций и прироста капитала.
- Компания "Саутистерн паблик ютилити" имеет хороший показатель текущей доходности акций в размере приблизительно 8%. Хотя компания достаточно солидная, перспективы роста у нее ограниченны из-за неудачного местоположения.
- Компания "Интернэшнл гоул майнз инкорпорейтед": акции данной компании несколько лет назад имели очень хорошую динамику роста курсов, и Саре представляется, что, если компания столь успешно функционировала во времена инфляции, она будет еще лучше функционировать в условиях стабильной экономики. К сожалению, в последнее время курсы этих акций колебались в очень широком диапазоне и по ним почти не выплачиваются дивиденды.

Вопросы

1. Что вы думаете о хранении Сарой крупных сумм денег на сберегательных банковских счетах? Будут ли обыкновенные акции лучшим инструментом инвестирования, чем сберегательные банковские счета?
2. Каково ваше мнение об акциях четырех компаний, о которых рассказала Сара? Как вы полагаете, насколько они отвечают ее инвестиционным потребностям?
3. Какого рода инвестиционную программу вы рекомендовали бы Саре? Какие инвестиционные цели, на ваш взгляд, она должна поставить для себя и как обыкновенные акции могут помочь ей в достижении этих целей?

6.2. Бутч Петерсон в поисках привлекательной текущей доходности акций

Бутч Петерсон — художник в коммерческой мастерской; работая в режиме свободного найма, он хорошо зарабатывает на жизнь, преимущественно выполнением графики и иллюстраций для местных агентств и более крупных клиентов, например больших универмагов. Бутч в течение некоторого времени размещал капитал на фондовом рынке, приобретая в основном высококачественные акции роста. Он стремился к долгосрочному росту инвестиций и приросту капитала, понимая, что при ограниченном времени, которое он в состоянии посвятить ценным бумагам, лучшей ставкой для него являются высококачественные акции. В последнее время он несколько озадачен состоянием рынка и огорчен тем, что статус отдельных принадлежащих ему акций растущих компаний снижается даже в сравнении с качественными доходными акциями. В этой связи он решил посоветоваться со своим брокером Элом Фрайдом.

В ходе их разговора стало ясно, что и Эл, и Бутч разделяют одну и ту же точку зрения. Эл отмечает, что текущая доходность доходных акций в самом деле растет и, учитывая состояние экономики, перспективы акций растущих компаний не являются особенно хорошими. Он предлагает Бутчу серьезно рассмотреть вопрос о вложении своих средств в доходные акции, чтобы иметь возможность получать высокие дивиденды. В конечном итоге, по замечанию Эла, "самое важное — не срок окупаемости инвестиций, а величина капитала!". Они также обсудили высокодоходные акции компаний коммунального обслуживания "Хайдроу-электрик лайт" и "Пауэр". Элу удалось узнать некоторые прогнозные показатели компании "Хайдроу-электрик лайт", которые он представил Бутчу для изучения.

Год	Ожидаемая величина прибыли на акцию (в долл.)	Ожидаемое значение коэффициента выплаты дивидендов (в %)
1990	3,25	40
1991	3,40	40
1992	3,90	45
1993	4,40	45
1994	5,00	45

В настоящее время акция этой компании продается по курсу 60 долл. за акцию, и Эл полагает, что за пять лет ее курс возрастет до 75—80 долл. Бутч понимает, что для приобретения акций "Хайдроу-электрик лайт" ему предстоит продать свои акции компании "Кэпкоу индастриз" — высококачественные акции роста, в которых Бутч разочаровался из-за снижения их курса в последнее время.

Вопросы

1. Как бы вы охарактеризовали сегодняшнюю инвестиционную программу Бутча? Насколько, по вашему мнению, она соответствует его инвестиционным целям?
2. При рассмотрении акций "Хайдроу-электрик лайт":
   а) определите величину годовых дивидендов "Хайдроу-электрик лайт", которые компания согласно ожиданиям выплатит в течение 1990—1994 г.;
   б) рассчитайте совокупный доход, который Бутч получит от "Хайдроу-электрик лайт", если он инвестирует 6000 долл. в акции, а ожидания в отношении дивидендов и курса оправдаются.
3. Перейдет ли Бутч к другой инвестиционной стратегии, если он принял решение о покупке акций "Хайдроу-электрик лайт"? Как бы вы описали его новую инвестиционную программу? Что вы думаете об этом новом подходе? Потребует ли он чаще заключать сделки с акциями? Если да, то каким образом это соотносится с ограниченным количеством времени, которое Бутч может посвящать своему инвестиционному портфелю?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Donnelly, Barbara. "Even at Discount Brokers, Getting The Real Bargains Isn't Automatic". *The Wall Street Journal,* August 24, 1987, p. 17.

Dorfman, John R. "Study of Industrial Averages Finds Stocks With High Dividends Are Big Winners". *The Wall Street Journal,* August 11, 1988, p. 25.

Egan, Jack. "Dividends Are Dandy. But Earnings Still Provide the Pop!" U.S. *New & World Report,* January 12, 1987, p. 51.

Hector, Gary. "What Makes Stock Prices Move?" *Fortune.* October 10, 1988, pp. 69—76.

Kosnett, Jeff. "Are You Ready For The Next Black Monday?" *Changing Times,* June 1988, pp. 41—46.

Kaplan, Charles H. "Behind the Pink Sheets". *Barron's.* September 28, 1987, pp. 16, 88.

Kehrer, Daniel M. "Make Your Dividends Pay Again and Again". *Changing Times,* November 1988, pp. 73—77.

Ostler, Kevin. "Appetizing ADR's". *Personal Investor,* March 1988, pp. 22—29.

Schiffres, Manuel. "Good Stocks For Uncertain Times". *Changing Times,* August 1988, pp. 39—45.

Sorenseon, Laurel. "Class Warfare: How 'Class B' Stock Weakens Your Rights As An Investor". *Sylvia Porter's Personal Finance.* February 1987, pp. 97—99.

Глава 7
Анализ обыкновенных акций

Изучив эту главу, вы сможете:

- Понять процесс анализа ценных бумаг компании, включая его цели и функции.
- Оценить роль экономического и отраслевого анализа в определении стоимости акций.
- Разобраться в концепции фундаментального анализа ценных бумаг и его использования для оценки финансового положения компании и результатов ее деятельности.
- Описать различные виды бухгалтерских отчетов и их роль в фундаментальном анализе деятельности компании.
- Рассчитать ряд финансовых коэффициентов и использовать их для оценки фактических результатов деятельности компании.
- Понять методы фундаментального анализа и показать, как его выводы формируют основу для анализа ценных бумаг.

В сознании многих людей обыкновенные акции ассоциируются с инвестициями. Рассказы, повествующие о хитроумных рыночных сделках, по всей видимости, очаровывают людей всех профессий в той же степени, в какой перспектива увидеть небольшую сумму денег, превратившуюся в огромное состояние, одинаково привлекательна для домохозяйки, работника бензоколонки, профессора колледжа или финансового магната с Уолл-стрита. Рассмотрим, например, один случай с компанией "Уолл-Март". В 1970 г., когда впервые была объявлена публичная подписка на акции этой компании, каждый инвестор мог приобрести 100 акций стоимостью 1650 долл. С учетом дробления акций стоимость этих инвестиций к 1988 г., по прогнозу, должна была возрасти до огромной цифры в 820 000 долл. Не так уж плохо для 18 лет!

К сожалению, на каждую историю о великом успехе в условиях рыночной экономики существует дюжина других, закончившихся не столь замечательно. Бóльшую часть неудач можно объяснить не столько неправильно выбранным временем проведения инвестиций, сколько скупостью, неумелым планированием и игнорированием простого здравого смысла при принятии решений о размещении средств. В данной главе, первые два параграфа которой посвящены анализу финансовой деятельности компании, будут представлены некоторые принципы и методы, используемые при оценке приемлемости обыкновенных акций как инвестиционного инструмента. Несмотря на то что цель данной главы не сводится к нахождению средства к быстрому росту благосостояния, она тем не менее знакомит с принципами, позволяющими сформулировать успешную и долгосрочную инвестиционную программу. Описанные здесь методы достаточно традиционны; в сущности, это именно те методы, которыми пользовались миллионы инвесторов для достижения желаемой доходности инвестиций.

ПРИНЦИПЫ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Анализ ценных бумаг — *это процесс сбора и обработки информации для определения стоимости одной обыкновенной акции.*

Внутренняя стоимость — *это скрытая, или внутренне присущая, стоимость акции, рассчитанная в ходе фундаментального анализа.*

Анализ ценных бумаг состоит из сбора информации и ее логически последовательной организации для определения внутренней стоимости обыкновенной акции. Это означает, что при данной требуемой норме доходности инвестиций и уровне риска, связанного с предлагаемой операцией, **внутренняя, или расчетная, стоимость** становится мерой скрытой ценности акции. Она обеспечивает стандарт, который позволяет инвестору сделать вывод о том, является ли конкретная акция недооцененной, справедливо оцененной или переоцененной. Главная проблема в оценке стоимости инвестиций заключается в норме доходности. В частности, перспективным инструментом следует считать такой, который предлагает *уровень ожидаемой доходности, соразмерный предполагаемому риску*. Другими словами, существует *желаемая, или минимальная, норма доходности*, которую инвестор хочет получить от своих инвестиций, и эта норма доходности изменяется в зависимости от степени риска, на который вынужден пойти инвестор. Таким образом, инвестиционный инструмент должен быть не просто доходным, но *доходным в достаточной мере*, т.е. инвестор ожидает от него прибыль, достаточную для возмещения ощущаемой им степени риска.

Вся концепция анализа ценных бумаг основана на предположении о том, что инвесторы способны дать оценку будущей динамики обыкновенной ак-

ции. Несомненно, что в определенной степени это очень смелое допущение и существует много людей, которые по той или иной причине его просто отвергают. К ним относятся так называемые сторонники "теории эффективного рынка", доказывающие, что "обыграть" рыночный механизм невозможно. Принципы "теории эффективного рынка" и их применение будут детально рассмотрены в гл. 8; пока же согласимся с тем, что традиционный анализ ценных бумаг компании полезен при определении привлекательности инвестиций в акции.

Любой инвестор, имея возможность сделать собственный выбор, предпочитает инвестиционные инструменты, не только сохраняющие капитал, но и имеющие также удовлетворительный уровень текущего дохода и/или прироста капитала. Проблема, конечно же, заключается в том, чтобы найти соответствующую ценную бумагу. Один из подходов состоит в приобретении любых ценных бумаг, которые потрясли воображение инвестора; более рациональный подход предполагает изучение финансовой деятельности компании для изыскания перспективных инвестиционных инструментов. Анализ ценных бумаг компании позволяет решить вопрос о том, *что приобретать*, путем определения того, какой *должна быть стоимость* одной акции. Видимо, инвестор станет рассматривать покупку акции только в том случае, если ее преобладающий рыночный курс не превышает ее расчетной, или внутренней, стоимости. В конечном итоге внутренняя стоимость будет зависеть от: 1) расчетных показателей будущих потоков денежных средств, получаемых от акций (количества дивидендов, которых вправе ожидать инвестор за период владения акциями, и ожидаемого курса акции на момент ее продажи); 2) ставки дисконтирования *(discount rate)*, используемой для выражения будущих потоков денежных средств *(future cash flows)* в текущей, т.е. приведенной, стоимости; 3) степени риска, связанного с достижением прогнозных показателей по акциям. (Все перечисленные элементы прибыли были рассмотрены в гл. 5.)

Традиционный анализ ценных бумаг обычно предусматривает подход "сверху вниз", начинающийся с экономического анализа, а затем переходящий к анализу состояния отрасли и, наконец, к фундаментальному анализу. *Экономический анализ* направлен на оценку общего состояния экономики и ее потенциального воздействия на доходы, получаемые по ценным бумагам. *Отраслевой анализ* связан с отраслью экономики, в рамках которой функционирует конкретная компания, а также с перспективами данной отрасли. *Фундаментальный анализ* предусматривает глубинное изучение финансового положения конкретной компании и вытекающего из него поведения ее обыкновенных акций.

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Экономический анализ — *это изучение общеэкономических условий, которое предпринимается с целью определения стоимости обыкновенных акций.*

Анализ ценных бумаг начинается с изучения общеэкономических условий. Для инвестора важно не только понять *главные процессы в экономической среде*, но также оценить *современное состояние* экономики и сформулировать свои ожидания в отношении ее *будущего развития*. **Экономический анализ** может проводиться для детального исследования каждого сектора экономики либо осуществляться на весьма неформальном уровне. Независимо от метода проведения цель его всегда одна: установить надежную основу для оценки обыкновенных акций. Кратко рассмотрим процесс экономического

анализа, для того чтобы понять, каким образом инвестор может его проводить.

Если бы нам довелось жить в мире, в котором экономическая деятельность не оказывала бы абсолютно никакого влияния на фондовый рынок или курсы ценных бумаг, то можно было бы вообще обойтись без изучения экономики. Однако мы живем в другом мире: общее состояние экономики и экономические явления, происходящие за определенный период, оказывают огромное влияние на курсы акций. Как правило, при стабильной экономике курсу акций свойственна тенденция роста, а при нарушении стабильности экономики курсы акций падают. Несомненно, что эта взаимосвязь не является совершенной, но она тем не менее сильна. Чтобы это понять, достаточно просто взглянуть на то, что происходит с курсами акций, когда правительство объявляет об уровнях инфляции, превышающих ожидавшиеся; то же самое относится и к показателям внешней торговли, статистике по безработице, процентным ставкам и т.д. Причина столь большой важности процессов экономики для фондового рынка проста: общая эффективность экономики оказывает существенное воздействие на результативность деятельности и прибыли компаний, выпускающих обыкновенные акции. По мере того как состояние компаний-эмитентов изменяется в соответствии с изменением экономических условий, изменяются и курсы их акций. Некоторые сектора экономики, такие, как оборонная промышленность и розничная торговля продуктами питания, могут претерпевать лишь незначительное воздействие, другие же, как, например, строительство или автомобилестроение, часто оказываются в плохом положении при осложнении экономической ситуации.

Экономический анализ и цикл деловой активности

Цикл деловой активности, или бизнес-цикл, — *это показатель современного состояния экономики, отражающий изменения в общеэкономической деятельности на протяжении определенного периода.*

Экономический анализ задает тон проведению анализа ценных бумаг. Если будущее вырисовывается унылым, то вполне вероятно, что есть основания ожидать от большинства акций в равной степени вялой динамики доходности. Если же экономика представляется стабильной, то следует предполагать, что доход от акций окажется значительным. Характер изменений экономики в конкретный период времени отражается **в цикле деловой активности, или бизнес-цикле.** К двум показателям бизнес-цикла, за которыми ведется пристальное наблюдение, относятся валовой национальный продукт и объем промышленного производства. ***Валовой национальный продукт*** (ВНП) представляет собой рыночную стоимость всей произведенной данной страной продукции (включая услуги) на протяжении периода в один год. ***Объем промышленного производства,*** напротив, является показателем (обычно это индекс) выпуска продукции (или деятельности) в промышленном, или производственном, секторе экономики. Как правило, показатели ВНП и/или индекс промышленного производства движутся вверх и вниз в соответствии с развитием цикла деловой активности. Характер данной взаимосвязи показан на рис. 7.1. Особо заметьте, насколько резко падает индекс, когда экономика сползает в зону экономического спада (заштрихованная зона на графике). Одним из главных актеров этой экономической драмы в США является небольшая, но ***чрезвычайно сильная*** организация, известная как Федеральная резервная система (ФРС). Даже несмотря на то что эта организация фактически является

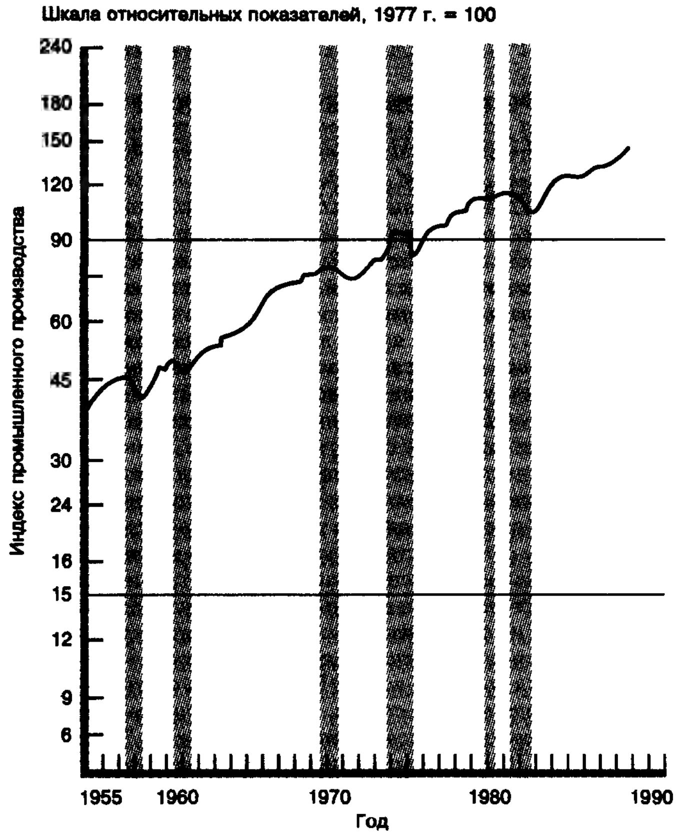


РИС. 7.1. Характер изменения индекса промышленного производства
Незаштрихованная зона представляет собой периоды расцвета; заштрихованная зона — периоды спада производства. Индекс промышленного производства отражает доминирующее состояние экономики. (*Источник: Federal Reserve Chart Book*, 1988.)

центральным банком США, она по-прежнему малоизвестна, а ее деятельность во многом непонятна. Во вставке "Проницательному инвестору" рассказывается об этом правительственном учреждении, вкратце объясняются некоторые его функции и показывается влияние ФРС на экономику страны.

Главные экономические факторы

Некоторые области экономики представляются особенно важными в силу влияния, которое они обычно оказывают на общеэкономическую деятельность. К ним, в частности, относятся:

Государственная налоговая политика:
налоги;
государственные расходы;
управление государственным долгом.

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Федеральная резервная система: шествуя неслышно, эта организация несет в руках огромную экономическую дубинку

Когда в августе 1988 г. ФРС повысила учетную ставку, это привело к стремительному падению курса акций, резкому повышению процентных ставок и взлету стоимости доллара, в то время как иностранные инвесторы буквально пожирали долларовые банкноты. Это было яркой демонстрацией власти малоизвестной организации, которая тем не менее является опорой для правительства и влияние которой простирается на повседневную жизнь каждого американца...

ФРС является, по существу, центральным банком Америки, руководимым советом, состоящим из семи управляющих, назначаемых президентом на 14-летний срок. Один из членов совета банка назначается президентом на пост председателя на 4-летний срок. Конгресс вправе принять постановление, требующее от ФРС проведения политики, угодной ему, однако такого еще никогда не было.

Учетная ставка (упомянутая в первых строках этой вставки) является единственной ставкой процента, напрямую контролируемой ФРС. Каждый региональный банк этой системы готов выдать срочные ссуды любому депозитному учреждению, принимающему на себя обязательство по выплате ссуды и нуждающемуся в средствах. Процент, взимаемый за такие кредиты, называется *учетной ставкой*, и он устанавливается и изменяется согласно воле ФРС. Высокая учетная ставка обычно снижает спрос на займы. Увеличение этой ставки... служит сигналом опасений со стороны ФРС по поводу того, что "перегревшаяся" экономика угрожает "разжечь" инфляцию.

Основным органом ФРС, ответственным за разработку соответствующей политики, является Федеральный комитет по операциям на открытом рынке, который состоит из семи управляющих и президентов пяти банков из 12 региональных банков, входящих в ФРС. Восемь раз в год комитет проводит анализ экономики и принимает решения об ужесточении или смягчении условий кредитования.

Комитет, как правило, придерживается тщательно продуманной и опосредованной политики деятельности. Его любимой тактикой является манипулирование общим уровнем резервов, находящихся в распоряжении банков, ссудосберегательных ассоциаций и кредитных союзов. Это позволяет осуществлять регулирование находящейся в обращении денежной массы, которой располагают финансовые учреждения для предоставления ссуд.

Банк, резервы которого превышают его потребности, может предоставить кредит банку, временно не имеющему достаточных резервов. Заимствование средств с целью увеличения своих резервов позволяет банку удовлетворить заявки клиентов на получение кредита; предоставление кредитов за счет избытка резервов позволяет банкам, имеющим большие средства, заработать дополнительно на своих избыточных средствах, которые в противном случае просто лежали бы на счетах. Процент, взимаемый за такие срочные ссуды, носит название *ставки процента по федеральным резервным фондам.*

Денежная политика (деятельность совета управляющих ФРС США):
- предложение денег;
- процентные ставки.

Прочие факторы:
- инфляция;
- потребительские расходы;
- инвестиции в развитие бизнеса;

СОЗДАНИЕ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

Федеральная резервная система оказывает влияние на процентную ставку посредством манипуляции уровнем резервов через массированное приобретение или, наоборот, продажу казначейских ценных бумаг. Приобретение ценных бумаг Казначейства США происходит у одного или нескольких из тех 40 банков и брокерских фирм, которые выступают уполномоченными дилерами при первичном размещении этих ценных бумаг. Оплатив чеком приобретенные ценные бумаги, ФРС таким образом осуществляет свою власть над уровнем резервов, имеющихся в кредитно-финансовых учреждениях. Когда банк продавца ценных бумаг представляет чек на оплату в ФРС, то она в ответ не изыскивает наличные денежные средства, а вместо этого на соответствующую сумму кредитует резервный счет федерального резервного банка.

Деньги создаются быстро. Банк продавца получает дополнительные резервы и увеличивает объем своих операций по кредитованию. Таким образом, увеличение денежной массы для потребностей экономики приводит к снижению процентных ставок по федеральным резервным фондам и затем по другим краткосрочным процентным ставкам. Если ФРС продает казначейские векселя, то складывается противоположная ситуация. Стоимость резервов в банке покупателя снижается, так как за их счет происходит оплата операции. Банк предоставляет меньше ссуд*, конкуренция за наличные средства финансирования разгорается, в связи с чем краткосрочные процентные ставки поднимаются.

В то же время последствия покупки и продажи казначейских ценных бумаг ФРС на этом не заканчиваются. В острой финансовой ситуации, например такой, когда банки боялись давать кредиты брокерским фирмам, средства которых были истощены вследствие краха фондовой биржи, ФРС может вводить почти неограниченные количества новых денег в банковскую систему, приобретая ценные бумаги и таким образом увеличивая банковские резервы. Так, простое оглашение намерения ФРС приобрести казначейские ценные бумаги способно предотвратить паническое падение курса.

В арсенале ФРС есть еще одно оружие. Она способна увеличить или уменьшить количество денежных средств, которые депозитные институты должны хранить как резерв в своих хранилищах или в региональном федеральном резервном банке. Когда ФРС резко повышает норму резервирования, у кредитно-финансовых институтов остается меньше денежных средств для предоставления ссуд и процентные ставки по кредитам возрастают. И наоборот, когда требуемая ФРС норма резервирования снижается, у депозитных институтов появляется больше средств для предоставления кредитов и процентные ставки падают. Однако изменение *требуемой нормы резервирования* с административной точки зрения провести сложно, поэтому это делается редко.

Источник: Manuel Schiffres, "The Federal Reserve Walks Quietly, But it Affects the Economy With a Big Stick", *Changing Times*, October 1988, p. 16.

* Способность банка предоставлять ссуды своим клиентам, т.е. эмитировать кредитные деньги, зависит от суммы его так называемых *избыточных резервов*. Эти резервы представляют собой остаток денег в коммерческом банке после того, как он перечислил часть денежных средств, составляющих обязательные резервы по требуемой центральным банком норме, в региональное отделение центрального банка. Если избыточные резервы снижаются, снижается и способность коммерческого банка предоставлять ссуды. *(Прим. науч. ред.)*

- стоимость и наличие энергетических ресурсов;
- внешняя торговля и валютные курсы.

Налоговая политика склонна быть *экспансионистской*, когда она направлена на поощрение расходов, т.е. когда государство снижает налоги и/или увеличивает размер бюджета. Аналогично этому считается, что денежная политика становится также экспансионистской, когда предложение денег

увеличивается, а процентные ставки относительно низки. Возможности роста экономики зависят от общего уровня расходов потребителей и фирм, а также от избыточного предложения энергетических ресурсов, цены на которые установлены в разумных пределах. Эти же самые переменные, двигающиеся в обратном направлении, могут обусловить такое воздействие на экономику, которое чревато спадом, например когда налоги, процентные ставки и/или стоимость энергоносителей возрастают или когда потребительские расходы и затраты на товары производственного назначения падают.

Эти главные силы воздействуют на несколько ключевых параметров экономики, наиболее важными из которых являются объем промышленного производства, прибыли компаний, объем розничного товарооборота, личные доходы населения, уровень безработицы и инфляция. Экономика стабильна, когда объем промышленного производства, прибыли компаний, объемы сбыта в розничной сети, личные доходы населения движутся вверх, а безработица — вниз. Таким образом, при проведении экономического анализа инвестор наверняка станет отслеживать показатели налоговой и денежной политики, потребительских расходов и стоимости закупок производственных товаров, стоимости энергоресурсов и внешней торговли *вследствие потенциального воздействия, которое эти факторы способны оказать на экономику*. Инвестору следует также быть осведомленным об уровне промышленного производства, прибылях промышленных корпораций, объемах розничного товарооборота, безработице и инфляции, для того чтобы *он мог оценить состояние бизнес-цикла*. Чтобы облегчить наблюдение за экономическим положением, можно использовать табл. 7.1, где приводится краткое описание некоторых ключевых экономических показателей. Эта экономическая статистика собрана государственными ведомствами и широко отражена в средствах информации по финансовой проблематике (бо́льшая часть отчетов публикуется ежемесячно). Анализируя изменения данных статистики, вы сможете сделать свое обоснованное предположение в отношении современного состояния экономики и его динамики.

Наконец последнее соображение: как отмечалось в гл. 6, инфляция способна оказывать разрушительное воздействие на обыкновенные акции (а также на многие другие инструменты инвестиций). В пораженной инфляцией среде многие компании могут в своей отчетности показать возросшие прибыли, однако качество этих прибылей фактически падает, поскольку нормы рентабельности "сжаты"* и покупательная способность доллара падает. Кроме того, высокие процентные ставки, сопровождающие инфляцию, не только способствуют повышению цен, но также снижают конкурентоспособность обыкновенных акций. Другими словами, по мере увеличения процентных ставок доходы на облигации и привилегированные акции увеличиваются и делают инвестиционные достоинства обыкновенных акций менее привлекательными. Из-за серьезных последствий, которые инфляция имеет для курсов акций, инвесторы должны уделять особое внимание данному фактору в ходе анализа экономического положения и его перспектив.

---

* Норма рентабельности отражает отношение прибыли от основной деятельности либо чистой прибыли к выручке за реализованную продукцию. С увеличением темпа инфляции может произойти опережающий рост затрат по сравнению с темпом роста цен на продукцию компании. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 7.1 Наблюдая за ходом экономического развития

Для классификации ошеломляющего множества цифр, почти ежедневно поступающих из Вашингтона, а также для облегчения процесса наблюдения за происходящими в экономике изменениями здесь приведены некоторые наиболее важные показатели, отслеживание которых представляется обязательным.

- **Валовой национальный продукт** — наиболее объемный показатель результатов функционирования экономики. Ежеквартально публикуемый Министерством торговли США показатель является самой лучшей оценкой общей стоимости национального производства товаров и услуг. Сдвиги во многих областях экономики тесно связаны с изменениями в ВНП, что усиливает его значение как инструмента анализа. В частности, важно наблюдать за динамикой годовых темпов роста или падения ВНП, выраженных в реальном исчислении и в постоянных ценах. Это позволяет избежать воздействия инфляции, поэтому именно фактический объем производства становится объектом измерения. Тем не менее следует помнить, что частый пересчет численных значений ВНП иногда изменяет картину экономики.

- **Объем промышленного производства**, ежемесячно публикуемый советом директоров Федеральной резервной системы показатель, демонстрирует изменения фактической производительности американских заводов, шахт, электро- и газозаправочных станций. Данный индекс изменяется синхронно с изменениями в экономике, что делает его надежным индикатором предпринимательского климата в периоды между публикациями новых данных по ВНП. Детальная структура данного показателя позволяет оценить картину изменений в отдельных отраслях.

- **Опережающие (прогнозные) индикаторы.** Каждый индикатор позволяет в одной цифре представить динамику дюжины статистических показателей, которые помогают предсказать, или "опередить", изменения величины ВНП. Публикуемый ежемесячно Министерством торговли США индекс включает такие данные, как сокращение числа рабочих мест, новые заказы, размещенные производителями, изменения предложения денежной массы и цен на сырьевые материалы. Если индекс меняется в одном и том же направлении в течение нескольких месяцев, то это является признаком того, что общий объем производства (ВНП) изменится в аналогичном направлении уже в ближайшем будущем.

- **Личные доходы** — показатель, публикуемый ежемесячно Министерством торговли США. Включает доходы населения до уплаты налогов в виде заработной платы, полученные проценты и дивиденды, ренту и другие поступления, такие, как выплаты в рамках государственной программы социального обеспечения, пособия по безработице и пенсионные пособия. Как мера покупательной способности отдельного лица данные о личных доходах позволяют понять тенденции изменения привычек покупателей, чьи расходы составляют основную часть величины ВНП. Повышение личного дохода часто означает увеличение покупательной способности населения. Однако неучтенными остаются миллиарды долларов, переходящих из рук в руки в так называемой теневой экономике, где денежные операции никогда не фиксируются налоговыми или иными властями.

- **Объем розничного товарооборота** — ежемесячная оценка общего объема продаж в системе розничной торговли, публикуемая Министерством торговли США. Включает все товары — от автомобилей до пакетов с бакалейно-гастрономической продукцией. Этот показатель, основанный на выборке розничных торговых компаний, дает приблизительное описание сложившихся потребительских предпочтений. Кроме того, он может также указывать на условия будущего: длительное снижение объемов сбыта может привести к сокращению объемов выпуска продукции.

- **Денежная масса** — мера количества денег в обращении. Публикуется в еженедельных отчетах Федеральной резервной системы США. Фактически существует *три* показателя денежной массы (которые называют денежными агрегатами. — *Прим. науч. ред.*): *M1* (в сущности, представляет собой наличность, депозиты до востребования и счета

ТАБЛИЦА 7.1 *(продолжение)*

НАУ), *M2* (наиболее популярный показатель, величина которого равна *M1* плюс сберегательные депозиты, депозитные счета денежных рынков и взаимные фонды денежного рынка) и *M3* (равен *M2* плюс депозитные сертификаты с крупными номиналами и несколько других менее значимых видов депозитов). Существует убеждение, что разумный рост денежной массы, выраженной через денежный агрегат *M2*, необходим для развития экономики. Подобный рост, по всей видимости, должен оказывать положительное воздействие на экономику, *если только* денежная масса *не увеличивается* слишком быстро. Быстрый темп роста денежной массы рассматривается как инфляционный показатель, резкое сокращение темпов ее роста — как признак спада.

• **Индекс потребительских цен** — публикуемый ежемесячно Министерством труда США показатель; иллюстрирует изменения в ценах постоянного набора потребительских товаров и услуг (потребительской корзины), приобретаемых на рынке. Наиболее широко используемым в печати и других средствах массовой информации является индекс, рассчитанный по потребительской корзине для всех типов городских потребителей. Другой вариант индекса, применяемого при подписании трудовых контрактов и в некоторых государственных программах, охватывает городских рабочих и служащих. Оба индекса используются для измерения инфляции, однако многие экономисты убеждены, что недостатки системы ценообразования ведут к тому, что эти индексы неточно отражают инфляцию.

• **Индекс цен производителей** — показатель, публикуемый Министерством труда США; отражает изменения в ценах на товары на различных стадиях производственного цикла — от сырьевых материалов, таких, как хлопок-сырец, до готовой продукции, такой, как одежда и мебель. Стремительный скачок величины данного показателя может означать предстоящее повышение потребительских цен. Однако в этом показателе могут не учитываться ценовые скидки, поэтому тенденции роста цен могут оказаться преувеличенными. Особенно внимательно надлежит отслеживать изменения цен на готовую продукцию. Эти цены не подвержены таким сильным колебаниям, как цены на сырье, и, таким образом, являются более надежным показателем инфляционного давления.

• **Уровень безработицы** — удельный вес потерявших работу в составе рабочей силы; является обобщенным показателем экономической стабильности. Однако другой ежемесячный показатель, публикуемый Министерством труда США, — количество рабочих мест с постоянной заработной платой — порой точнее выявляет возможные изменения в среде бизнеса. Снижающееся число рабочих мест — признак того, что компании сокращают объемы производства.

• **Объем жилищного строительства.** Так как рост темпов жилищного строительства обычно следует за облегчением условий предоставления кредитов (с точки зрения их доступности и стоимости), он является мерой улучшения экономического положения. Наряду с этим данный ежемесячный показатель Министерства торговли США включает количество разрешений на новое строительство, выданных на всей территории США, что делает его еще более точным показателем темпов будущего строительства.

Это лишнее доказательство того, что, как мы наблюдали с начала и до середины 80-х годов, при замедлении темпа инфляции зачастую именно фондовый рынок выигрывает от этого в значительной мере. Несомненно, что фондовый рынок, на котором в 1982 г. сформировался рынок "быков", подогревался поразительным спадом темпа инфляции и способствовал позитивным изменениям экономического положения, увеличению прибылей корпораций и снижению процентных ставок.

Определение экономических перспектив

Проведение экономического анализа подразумевает изучение налоговой и денежной политики, инфляционных ожиданий, уровня потребительских расходов и затрат на товары производственного назначения, а также состояния цикла деловой активности. Зачастую инвесторы занимаются этим достаточно неформально; многие из них для формирования своих экономических суждений полагаются на один или несколько популярных изданий (таких, как "Уолл-стрит джорнэл", "Бэррон'з", "Бизнес уик") и, кроме того, на периодические отчеты основных брокерских фирм. Как показано на рис. 7.2, подобные источники предоставляют удобные для практического использования заключения специалистов об экономической активности и позволяют инвесторам выработать общее представление относительно экономического положения.

Как только инвестору удается определить общую экономическую перспективу, он может приступать к использованию информации одним из двух возможных путей. Один путь сводится к построению вероятной картины экономической перспективы и формулированию результатов ее влияния с точки зрения возможных областей дальнейшего анализа. Предположим, например, что при проведении экономического анализа вам удалось обнаружить информацию, которая убедительно свидетельствует о позитивных перспективах для роста расходов фирм на закупки продукции производственного назначения. Основываясь на такой перспективе, вы можете более пристально рассмотреть компании — производители товаров производственного назначения, например машиностроительные, в качестве возможных объектов инвестирования. Аналогичным образом, если вы сумели получить данные, говорящие в пользу того, что государственные расходы на товары производственного назначения, по всей видимости, существенно сократятся, то, скорее всего, вы предпочтете не приобретать акции основных компаний — подрядчиков военного ведомства.

Другим путем использования экономической информации является изучение конкретных отраслей или компаний для выяснения того, как на них повлияют ожидаемые в экономике события. Рассмотрим, к примеру, инвестора, которого заинтересовали акции компаний швейной промышленности. Благодаря характеру отрасли (предметы одежды длительного пользования) акции этих компаний восприимчивы к изменениям экономических условий. Особую значимость здесь приобретает уровень потребительских расходов. Обычно объемы таких расходов значительно возрастают в условиях стабильной экономики, стоит же экономической активности замедлиться, как уровень потребительских расходов снижается. В такой ситуации наш воображаемый инвестор прежде всего захочет провести оценку состояния текущего этапа экономического цикла, а затем, используя полученные знания, сформулировать свои ожидания в отношении будущего.

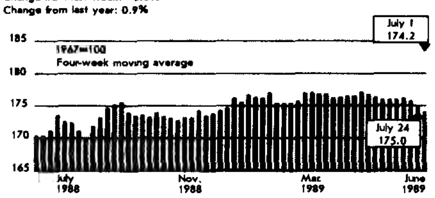
Предположим, что экономика только что вступила в стадию оживления*. Возрастает занятость, инфляция и процентные ставки находятся на "скромных" уровнях, а Конгресс заканчивает работу над основными статьями законодательства. Но что более важно, поскольку экономика теперь находится в начале оживления, так это то, что она должна стать еще более ста-

* Эта стадия является переходной от стагнации к подлинному экономическому росту. *(Прим. науч. ред.)*

BusinessWeek Index

PRODUCTION

Change from last week: –0.5%
Change from last year: 0.9%

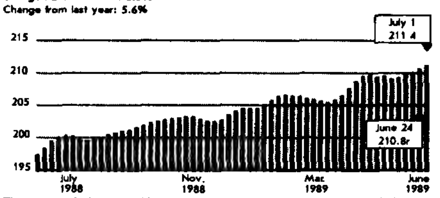


The production index fell further for the week ended July 1. On a seasonally adjusted basis, car production fell sharply, and strikes pushed down coal output. Production of steel, paperboard, and lumber fell, as did rail freight traffic. Trucks, paper, electric power, and crude-oil refining posted gains. Before calculation of the four-week average, the index also declined to 173.2 from 174.3. The monthly average was 174.2, down 1.1% from 176.2 in May.

BW production index copyright 1989 by McGraw-Hill Inc.

LEADING

Change from last week: 0.3%
Change from last year: 5.6%



The leading index posted its second consecutive rise in the week ended July 1. On the plus side, business failures fell sharply, bond yields continued to decline, and both M2 and materials prices grew faster. Those gains more than offset lower stock prices and slower growth in real estate loans. Before calculation of the four-week average, the index also gained ground, rising to 212 from 211.4. The monthly average stood at 211.3, up from 209.4 in May.

Leading index copyright 1989 by Center for International Business Cycle Research

PRODUCTION INDICATORS

	Latest week	Week ago	% Change year ago
STEEL (7/8) thous. of net tons	1,803	1,844#	–0.2
AUTOS (7/8) units	41,379	119,841r #	–50.8
TRUCKS (7/8) units	29,788	78,288r #	–25.4
ELECTRIC POWER (7/8) millions of kilowatt-hours	57,848	58,899 #	0.4
CRUDE-OIL REFINING (7/8) thous. of bbl./day	13,989	14,157 #	3.1
COAL (7/1) thous. of net tons	14,403 #	18,906	–7.1
PAPERBOARD (7/1) thous. of tons	759.6 #	788.9r	8.5
PAPER (7/1) thous. of tons	743.0 #	724.0r	1.0
LUMBER (7/1) millions of ft.	513.8 #	522.9	28.3
RAIL FREIGHT (7/1) billions of ton-miles	18.0 #	18.6	–8.6

Sources: American Iron & Steel Inst., *Ward's Automotive Reports*, Edison Electric Inst., American Petroleum Inst., Energy Dept., American Paper Inst., WWPA[1], SFPA[2], Association of American Railroads.

FOREIGN EXCHANGE

	Latest week	Week ago	Year ago
JAPANESE YEN (7/12)	140	138	134
GERMAN MARK (7/12)	1.88	1.88	1.88
BRITISH POUND (7/12)	1.62	1.62	1.89
FRENCH FRANC (7/12)	6.36	8.39	6.24
CANADIAN DOLLAR (7/12)	1.19	1.19	1.21
SWISS FRANC (7/12)	1.62	1.61	1.54
MEXICAN PESO (7/12)[3]	2,515	2,508	2,300

Sources: Major New York banks. Currencies expressed in units per U. S. dollar, except for British pound expressed in dollars.

PRICES

	Latest week	Week ago	% Change year ago
GOLD (7/12) $/troy oz.	379.750	383.600	–12.7
STEEL SCRAP (7/11) # 1 heavy, $/ton	110.50	114.50	–7.9
FOODSTUFFS (7/10) index, 1967–100	225.8	227.2	–7.8
COPPER (7/8) ¢/lb.	108.8	113.7	1.2
ALUMINUM (7/8) ¢/lb.	84.5	85.8	–32.1
WHEAT (7/8) # 2 hard, $/bu.	4.38	4.36	13.2
COTTON (7/8) strict low middling 1-1/16 in., ¢/lb.	65.88	65.75	12.5

Sources: London, Wed. final setting, Chicago mkt., Commodity Research Bureau, *Metals Week*, Kansas City mkt., Memphis mkt.

LEADING INDICATORS

	Latest week	Week ago	% Change year ago
STOCK PRICES (7/7) S&P 500	321.33	323.70	18.0
CORPORATE BOND YIELD, Aaa (7/7)	8.97%	9.02%	–8.8
INDUSTRIAL MATERIALS PRICES (7/7)	104.5	104.6	5.2
BUSINESS FAILURES (6/30)	201	254	–11.8
REAL EATATE LOANS (6/28) billions	$329.9	$329.2	14.0
MONEY SUPPLY, M2 (6/26) billions	$3,081.2	$3,077.6r	2.3
INITIAL CLAIMS, UNEMPLOYMENT (6/24) thous.	347	333	12.3

Sources: Standard & Poor's, Moody's *Journal of Commerce* (index: 1980=100), Dun & Bradstreet (failures of large companies), Federal Reserve Board, Labor Dept. CIBCR seasonally adjusts data on business failures and real estate loans.

MONTHLY ECONOMIC INDICATORS

	Latest week	Month ago	% Change year ago
BUSINESS WEEK PRODUCTION INDEX (June)	174.2	176.2r	0.9
BUSINESS WEEK LEADING INDEX (June)	211.2	209.4r	5.7
EMPLOYMENT, CIVILIAN, MILLIONS, (June)	117.5	117.2	2.2
UNEMPLOYMENT RATE, CIVILIAN (June)	5.3%	5.2%	–1.9

Sources: BW, CIBCR, BLS

MONETARY INDICATORS

	Latest week	Week ago	% Change year ago
MONEY SUPPLY, M1 (6/26)	$789.7	$768.1r	–1.2
BANKS' BUSINESS LOANS (6/28)	316.0	318.5r	4.2
FREE RESERVES (6/28)	231r	466r	–57.2
NONFINANCIAL COMMERCIAL PAPER (6/28)	126.3	127.9	39.3

Sources: Federal Reserve Board (in billions, except for free reserves, which are expressed for a two-week period in millions).

MONEY MARKET RATES

	Latest week	Week ago	Year ago
FEDERAL FUNDS (7/11)	9.25%	9.49%	7.59%
PRIME (7/12)	10.50-11.00	11.00	9.00
COMMERCIAL PAPER 3-MONTH (7/11)	8.66	9.05	7.73
CERTIFICATES OF DEPOSIT 3-MONTH (7/12)	8 75	9.05	7.85
EURODOLLAR 3-MONTH (7/5)	9.18	9.31	7.79

Sources: Federal Reserve Board, First Boston

\# Raw data in the production indicators are seasonally adjusted in computing the BW index (chart); other components (estimated and not listed) include machinery and defense equipment.
1 = Western Wood Products Assn. 2 = Southern Forest Products Assn. 3 = Free market value NA = Not available r = revised NM = Not meaningful

4 BUSINESS WEEK/JULY 24, 1989

РИС. 7.2. Экономический обзор

Отчеты, подобные этому, дают возможность инвестору легко сделать обзор текущего состояния экономики и некоторые выводы, определяющие будущие тенденции. (*Источник: Business Week*, July 24, 1989; and *Fortune*, September 26, 1988.)

бильной в будущем. Федеральная резервная система была осторожной в отношении накачивания экономики деньгами, поэтому инфляция вряд ли будет проблемой и ожидается подъем личных доходов. Это должно оказаться позитивным фактором для компаний швейной промышленности, так как

значительная часть их сбыта и большая доля прибылей зависят от уровня доходов, которыми располагают потребители после уплаты налогов. Подводя итог, можно сказать, что наш воображаемый инвестор оценивает экономику как достаточно стабильную и имеющую шанс стать еще стабильнее, а все последствия этого представляются благоприятными для акций швейных компаний. Следует заметить, что эти выводы были сделаны на основе доступных источников, таких, как "Беррон'з" и "Бизнес уик". В сущности, практически единственный специальный вклад, который внес в анализ сам инвестор, состоял в тщательном отслеживании им экономических сил, представляющих особое значение для швейной отрасли (например, личные доходы населения). Экономическая часть анализа фактически позволила приступить к этапу дальнейшей оценки с помощью определения того типа экономической среды, которого следует ожидать в ближайшем будущем. Следующий шаг состоит в незначительном сужении фокуса и проведении отраслевой фазы анализа.

Однако, прежде чем продолжить наш анализ, представляется исключительно важным прояснить вопрос о взаимосвязи фондового рынка и экономики. Представление и выводы об экономической перспективе ориентируют инвесторов в промышленные сектора, перспективные с точки зрения получения возможных прибылей, но важно отметить, что изменения курсов акций, как правило, происходят *до того*, как станут очевидными предсказанные ранее изменения в экономике. Если развить это положение, то окажется, что текущая тенденция изменений курсов акций часто используется с целью *предсказания* самого хода развития экономики. Очевидный конфликт здесь может быть в некоторой степени разрешен упоминанием о том, что благодаря этой взаимосвязи очень важны точное определение экономической перспективы и чуткость к скрытым экономическим изменениям, которые могут означать, что текущая перспектива устаревает. Инвесторы на фондовом рынке склонны заглядывать в будущее, с тем чтобы оправдывать приобретение или продажу акций. Если их восприятие будущего меняется, то можно с большой вероятностью ожидать изменения курсов акций. Таким образом, наблюдение за изменением котировок акций, а также за ходом общеэкономического развития позволяет делать более точные прогнозы в отношении инвестиций.

ОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ

Любая отрасль состоит из схожих компаний, вовлеченных в производство аналогичной продукции или услуг: нефтяная промышленность, например, состоит из компаний, производящих бензин и другие нефтепродукты. Компании в рамках одной отрасли могут отличаться размерами, способами производства и ассортиментом выпускаемой продукции, но они имеют аналогичные производственные характеристики и подвержены влиянию одинаковых социально-экономических факторов.

Основная проблематика

Задумывались ли вы когда-нибудь о приобретении акций или нефтяной компании, или автомобильной, или производящей химикаты? А не представлялись ли вам заманчивыми акции промышленных конгломератов, вклю-

чающих компании разных отраслей, или акции электростанции? Изучение ценных бумаг с позиций отраслевой принадлежности — широко распространенный способ их анализа, который используется как отдельными лицами, так и профессиональными инвестиционными компаниями. Этот подход разумен, поскольку на курсы акций состояние отрасли всегда оказывает влияние, по крайней мере частичное. Уровень спроса, характерный для отрасли, и другие движущие силы отрасли задают тон отдельным компаниям. Ясно, что если прогноз развития отрасли благоприятен, то входящие в нее компании, видимо, имеют перспективы стабильного развития.

Отраслевой анализ *— это изучение классификации отраслей экономики, направленное на оценку конкурентоспособности конкретной отрасли промышленности в сравнении с другими и определение в ее составе компаний, имеющих особые перспективы развития.*

Первый этап **отраслевого анализа** сводится к оценке конкурентоспособности конкретной отрасли *относительно других отраслей.* Как следует из рис. 7.3, не все отрасли промышленности функционируют одинаково на протяжении определенного периода. Следующий этап анализа заключается в выявлении таких компаний в рамках одной отрасли, которые имеют особые перспективы развития. Это позволяет подготовиться к более глубокому анализу отдельных компаний и выпускаемых ими ценных бумаг. Проведение анализа отрасли предусматривает изучение таких факторов, как структура и основные характеристики отрасли, главные экономические и производственные переменные, знание которых важно для определения эффективности, а также перспектив данной отрасли. Инвестор, несомненно, захочет проследить за отдельными компаниями, которые выглядят достаточно подходящими для того, чтобы воспользоваться преимуществами сложившихся отраслевых условий.

Как правило, инвестор может сформировать компетентное мнение о конкретной отрасли, задавшись следующими вопросами:

1. *Каков характер отрасли?* Является ли отрасль монополистической или внутри нее существует много конкурирующих предприятий (компаний); удается ли нескольким компаниям задавать тон для других?

2. *В какой степени данная отрасль регулируется?* Является ли она регулируемой (подобно компаниям услуг общественного пользования) и, если да, насколько "дружелюбно" отношение регулирующих органов?

3. *Какова роль объединенных профсоюзов рабочих в данной отрасли?* Насколько объединённые профсоюзы рабочих важны; являются ли здоровыми трудовые отношения в рамках данной отрасли промышленности и когда подходит следующий срок переговоров о возобновлении контрактов?

4. *Какова важность проведения технологических разработок?* Проводятся ли таковые в отрасли и каково вероятное значение важных технических достижений для рассматриваемой отрасли?

5. *Какие экономические движущие силы имеют особенное значение для отрасли?* Связан ли спрос на товары и услуги данной отрасли с основными переменными показателями экономического положения, и если да, то каковы перспективы роста этих показателей? Насколько важна конкуренция с зарубежными компаниями для процветания данной отрасли?

6. *Какова основная финансовая и производственная проблематика данной отрасли?* Является ли адекватным предложение рабочей силы, материалов и капитала в рамках отрасли; каковы планируемые капиталовложения и потребности отрасли?

Отраслевая группа	Индекс курсов ценных бумаг (в долл.) 31 декабря 1978 г.	31 декабря 1988 г.	Изменения индекса (в %) 10 лет	5 лет	1 год	1988 г. Прибыль на акцию (EPS)	1988 г. Коэффициент "кратное прибыли"
Индекс "Стэндард энд пур's 400"	107,12	321,26	199,9	83,6	12,3	26,02	12,3
Аэрокосмическая промышленность	96,92	312,90	222,8	43,2	21,3	36,29	3,1
Авиалинии	106,32	241,36	127,0	55,6	33,8	34,57	7,0
Автомобильная промышленность	76,16	180,04	136,4	100,8	32,9	34,68	5,2
Напитки (алкогольные)	36,19	217,14	500,0	151,9	2,6	18,52	11,7
Напитки (безалкогольные)	113,09	413,25	265,4	183,8	19,9	27,49	15,0
Средства массовой информации	414,17	3588,12	766,3	260,6	16,6	124,17	28,9
Строительные материалы	56,85	217,55	282,6	141,0	37,8	15,00	14,5
Химическая промышленность	52,84	145,52	175,4	108,3	2,9	17,57	8,3
Оборудование общего назначения	10,19	30,11	195,4	–24,2	–1,3	1,70	17,7
Компьютеры/конторское оборудование	110,41	201,06	82,1	18,4	–3,6	16,02	12,6
Услуги в области компьютерной техники	10,16	64,50	534,8	110,5	–13,0	3,84	18,5
Многоотраслевые компании (конгломераты)	16,74	50,60	202,2	76,1	12,3	4,25	11,9
Косметика	65,65	99,56	51,6	82,7	8,3	7,12	14,0
Фармацевтическая продукция	160,58	662,74	312,7	151,3	13,1	40,19	16,5
Электростанции	33,45	53,87	61,0	38,5	8,2	5,03	10,7
Электротехническое оборудование	21,89	88,18	302,8	10,5	–4,7	5,32	16,6
Электроника (на полупроводниках)	19,02	48,33	154,1	–0,02	–17,4	3,93	12,3
Развлечения и досуг	146,50	792,98	441,2	172,4	20,6	29,57	26,8
Производство продуктов питания	74,13	437,38	490,0	263,3	33,0	26,59	16,4
Жилищное строительство	20,35	43,84	115,4	–19,6	18,6	3,32	13,2
Управление больницами	10,48	55,53	429,8	–18,3	24,0	4,73	11,7
Медицинское оборудование	37,05	112,99	204,9	49,9	–7,5	8,30	13,6
Гостиницы, мотели	52,00	213,13	309,8	105,5	17,5	14,22	15,0
Бытовое оборудование	143,49	423,50	195,1	39,0	8,9	29,08	14,6
Производители товаров для досуга	28,84	196,93	582,8	102,1	32,0	20,47	9,6
Производство газа	132,76	329,97	148,5	61,4	4,4	18,89	17,5
Нефтяная промышленность:							
отечественные компании	162,34	524,22	222,9	62,2	12,1	40,21	13,0
международные компании	75,07	249,93	232,9	124,4	13,4	25,10	10,0
Контроль за загрязнением окружающей среды	27,80	212,47	664,2	218,1	4,8	11,00	19,3
Издательское дело	248,78	1661,45	567,8	109,1	15,8	67,84	24,5
Издание газетной периодики	23,10	102,00	341,5	64,2	–5,4	7,22	14,1
Розничная торговля:							
сеть универмагов	138,25	737,00	433,0	119,2	59,7	62,29	11,8
сеть фармацевтических магазинов	22,20	88,26	297,5	55,6	–1,5	6,42	13,7
сеть продовольственных магазинов	55,80	303,70	444,2	226,5	61,1	13,36	22,7
Сберегательные и кредитные институты	25,96	40,84	57,3	9,8	1,3	4,55	9,0
Телефонные услуги	45,02	53,32	18,4	27,0	20,9	8,83	6,0
Швейная промышленность	27,51	152,93	455,9	100,2	10,8	12,35	12,4
Текстильная продукция	49,07	399,64	714,4	276,4	82,7	27,14	14,7
Табачные изделия	73,28	503,79	587,4	247,9	47,4	39,15	12,9
Игрушки	10,52	18,81	78,8	–10,6	17,7	–1,94	–

РИС. 7.3. Динамика изменений курсов акций по основным отраслевым группам

При определении стоимости акций на фондовом рынке первоначальным шагом, предшествующим проведению анализа конкретной отрасли, должно стать изучение общей картины отрасли, а именно *тенденций внутри отраслевых групп*. Представленные данные о 40 основных отраслях взяты из опубликованного корпорацией "Стэндард энд пур'з" перечня из 87 отраслевых групп, каждая из которых имеет свой собственный рыночный индекс, изменяющий динамику курсов акции в рамках данной группы. Вполне очевидно, что с позиций инвесторов некоторые отрасли оказываются значительно лучше других. (*Источник: 1988 Analyst's Handbook*, Standard & Poor's Corporation.)

Цикл роста — *это отражение уровня деловой активности, который характерен для отдельной отрасли промышленности на протяжении определенного периода.*

Ответы на приведенные выше вопросы могут быть частично найдены с помощью понятия отраслевого **цикла роста**. Первый этап, называемый *первоначальной разработкой*, не всегда доступен большинству инвесторов. Отрасль в этот период еще нова и не исследована, поэтому риски велики. Второй этап — *стремительное расширение*, во время которого начинается широкий сбыт продукции, а инвесторы могут предсказать будущее отрасли с

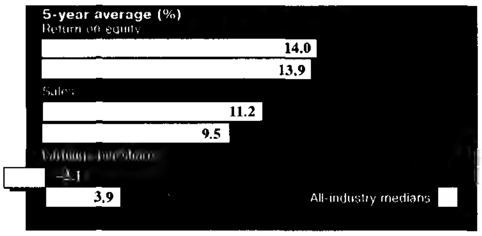
большей определенностью. На данном этапе цикла экономические переменные имеют мало общего с показателями отрасли, поэтому заинтересованность инвесторов в размещении средств будет сохраняться независимо от состояния экономики. Именно эта фаза цикла особенно интересует инвесторов, и значительная доля их аналитических усилий будет связана с поиском соответствующих возможностей. К сожалению, не всем отраслям дано переживать быстрый рост на протяжении длительного периода. Большинство из них в конечном итоге сползают в категорию *зрелого роста*, которая представляет собой третью стадию, наиболее чувствительную к экономическим изменениям. Расширение операций в этой фазе является результатом общего экономического роста, т.е. более медленно действующего источника роста, чем во второй фазе цикла, где многое объяснялось новизной продукции, которую все стремились приобрести. На третьей стадии становится очевидным долгосрочный характер отрасли. К отраслям данной категории относятся те, которые в предыдущей главе были названы оборонительными, например пищевая и швейная, а также отрасли циклического производства, такие, как автомобилестроение и тяжелое машиностроение. Четвертая фаза — или *стабильность*, или *упадок*. В это время спрос на продукцию снижается и компании начинают покидать эту отрасль. На этапе упадка возможности вложения денег практически отсутствуют, если только инвестор не стремится исключительно к дивидендному доходу. Лишь незначительное число компаний доходит до этой стадии, поскольку в основном компании стремятся вносить изменения в продукцию, способствующие продлению фазы зрелого роста. По всей видимости, основная забота инвесторов должна сводиться к тому, чтобы избежать приобретения акций компаний, находящихся в последней фазе своего цикла роста.

Оценка перспективы отрасли

Отраслевой анализ может проводиться инвесторами, начинающими с нуля, или, что случается чаще, с помощью опубликованных отраслевых отчетов, таких, как популярное обозрение "Стэндард энд пур'з индастри сервиз". Эти обзоры охватывают все важные экономические, рыночные и финансовые аспекты отрасли, дают комментарии, а также важнейшую статистику. Другими широко распространенными источниками информации являются отчеты брокерских фирм и различные отчеты в прессе, публикуемые в наиболее популярных средствах массовой информации по финансовой проблематике. Два примера отраслевых отчетов, опубликованных в популярных изданиях, приведены на рис. 7.4.

Вернемся теперь к гипотетическому инвестору, которого интересуют акции швейной промышленности. Вспомните, что результаты проведенного им анализа общеэкономического положения говорили о стабильности экономики в обозримом будущем, при которой уровень личных доходов после уплаты налогов и прочих вычетов будет увеличиваться. Теперь наш инвестор готов переключить свое внимание непосредственно на швейную промышленность. Логическая установка заключается в том, чтобы оценить ожидаемую реакцию отрасли на предсказанные экономические изменения. В этом случае наиболее важны показатели спроса на продукцию и объема сбыта отрасли. Важно также, что отрасль представлена многочисленными крупными и мелкими конкурирующими фирмами; она не является регули-

APPAREL, SHOES AND TEXTILES



Fashion and sticker shock. Together they spelled trouble for this volatile industry.

By Gale Eisenstodt

DESPITE THE 10% SALES GROWTH that Forbed shows here, this was a demanding year for apparel manufacturers. In 1988 spending on women's apparel was up only about 4%, after rises of 7% in 1987 and 1986. Who was hurt? For the year, Liz Claiborne's sales grew just 9%, after last year's 30% gain, and earnings per share were off by about 9%. The sluggishness in women's apparel depressed Oxford Industries' bottom line and hurt Leslie Fay through the first half of 1988.

Why the trouble? You can blame any number of economic indicators—consumer debt, recession fears—but fashion and sticker shock were key. Female customers were uncertain about hemlines. The debate between long and short left many confused—and therefore unwilling to buy. High prices compounded the problem, convincing many women that they didn't need that dress after all.

Yardsticks of management performance		Profitability					Growth						Sales
		Return on equity					Sales			Earnings per share			
Company	% in —segment— sales/profits	rank	5-year average	Latest 12 months	debt as % of equity	net profit margin	rank	5-year average	Latest 12 months	rank	5-year average	Latest 12 months	Latest 12 mos ($mil)
Apparel													
Liz Claiborne	●/●	1	54.8%	29.8%	3.5%	9.4%	1	46.7%	12.5%	1	51.9%	–5.1%	$1,132
VF	●/●	2	29.4	18.3	30.1	7.1	2	20.8	5.2	5	11.0	8.2	2,531
Russell	●/●	3	17.3	18.0	24.3	10.0	4	11.5	10.0	4	15.9	14.7	512
Kellwood	●/●	4	16.6	19.3	55.0	4.3	11	–1.9	20.2	2	23.3	16.0	712
Oxford Industries	●/●	5	14.3	def	39.0	def	8	3.7	1.9	9	–14.4	P-D	587
Phillips-Van Heusen	●/●	6	14.0	54.8	116.4	4.0	10	1.3	30.2	3	19.0	–12.3	603
Gerber Products	36/18	7	12.5	14.3	41.5	4.7	6	5.2	7.1	8	–13.0	93.4	1,003
Hartmarx	46/80	8	12.5	10.8	40.8	3.3	7	4.3	9.0	7	–1.9	13.1	1,157
Interco	24/ 7	9	9.3	11.5	24.4	4.9	9	3.5	–1.5	6	4.1	7.5	2,986
Fruit of the Loom	●/●		NA	25.8	395.5	5.0	5	10.2	19.3		NA	107.7	986
Leslie Fay Cos	●/●		NA	21.2	90.3	3.7	3	15.4	10.5		NM	39.3	646
Medians			14.3	18.3	40.8	4.7		5.2	10.0		7.5	13.1	
Shoes													
Reebok International	●/NA	1	200+%b	27.7%	1.9%	9.2%	1	254.2%	39.3%	1	200+%	–1.7%	$1,796
NIKE	NA/NA	2	18.6	35.7	7.7	9.3	3	5.4	58.5	2	–8.9	200.0	1,431
US Shoe	34/43	3	12.6	3.1	44.1	0.7	2	11.2	4.6	3	–15.1	–60.4	2,223
Genesco	30/39	4	2.8	12.0	54.1	2.6	4	–8.0	–4.1		NM	–44.0	433
Medians			15.6	19.9	25.9	5.9		8.3	21.9		–12.0	–22.9	
Textiles													
Delta Woodside Inds	●/●	1	200+%a	37.8%	34.6%	5.5%	2	35.2%	16.0%		NM	11.3%	$501
Dixie Yarns	●/●	2	15.9	11.1	39.6	3.8	5	14.9	23.0	1	57.8%	–18.7	617
Guilford Mills	●/●	3	15.3	14.3	52.4	4.6	4	16.5	7.2	2	5.1	14.0	585
West Point-Pepperell	44/29	4	10.4	12.3	122.2	4.3	8	9.8	26.3	4	–2.2	29.4	2,151
Springs Industries	42/19	5	8.0	[illegible]	46.4	2.5	6	14.8	11.5	3	–0.2	–16.8	1,798
DWG	36/36	6	7.1	28.9	362.6	3.3	1	38.5	–1.0		NM	44.6	1,120
Fieldcrest Cannon	NA/NA	7	5.3	def	149.6	def	3	23.1	0.3		NM	P-D	1,355
United Merchants	50/DP	8	def	def	256.4	def	7	10.3	–14.4		NM	D-D	624
Medians			9.2	11.7	87.3	3.5		15.7	9.4		NM	–2.7	
Industry medians			14.0	14.3	44.1	4.3		11.2	10.0		–2.1	8.2	
All-industry medians			13.9	14.1	45.7	4.9		9.5	11.6		3.9	18.4	

●90% or more. DD: Segment deficit, total deficit. DP: Segment deficit, totsl profit. PD: Segment profit, total deficit. D-D Deficit to deficit D-D: Deficit to profit. P-D: Profit to deficit. def: Deficit. NA: Not svailable. NE: Negstive equity. NM: Not meaningful. a: Three-year average. b: Four-year average. c: Three-year growth. d: *Four-year growth. For further explanation, see page 77.*

РИС. 7.4. Два популярных источника публикаций экономической информации об отраслях экономики

Отчеты брокерских фирм, аналогичные опубликованному нами, и статьи, появляющиеся в популярных средствах массовой информации по финансовой проблематике, являются лишь двумя примерами информации об отраслях экономики. Они содержат удобные для восприятия обзоры конкретной отрасли промышленности, ее перспектив, а также важнейшую отраслевую статистику. (*Источник: Forbes*, January 9, 1989, and Merrill Lynch Capital Markets, Equity Research Department.)

Merrill Lynch

Apparel Shares

July 6, 1989

Market Performance

	PRICE 6/30/89	CAL 1989 EPS	P/E E CAL 1989 EPS	E CAL 1990 EPS	P/E E CAL 1990 EPS	PREMIUM/ DISCOUNT vs S&P 400 1989	PREMIUM/ DISCOUNT vs S&P 400 1990	—% PRICE CHANGE— LATEST QTR	YEAR TO DATE	1 YR TO 12/31/88	BOOK VALUE LATEST QUARTER	PRICE TIMES BOOK	PRICE vs 12 MONTH REGH	PRICE vs 12 MONTH LOW
Bernard Chaus	6 1/4	$0.50	12.5	$0.80	7.8	–2%	–36%	–6%	[illegible]	–5%	$2.59	2.4	–28%	56%
Crystal Brands	31 1/4	$2.80	11.2	$3.30	9.5	–13%	–22%	15%	40%	45%	$24.96	1.3	–7%	44%
Fruit of the Loom	10 3/4	$1.80	10.0	$1.20	9.0	–16%	–26%	21%	60%	20%	$4.27	2.5	–7%	76%
Hartmarx	24 5/8	$1.40	16.6	$2.00	12.3	30%	1%	–11%	2%	3%	$18.71	1.3	–12%	3%
Kellwood Company	30 1/8	$3.05	9.9	$3.40	8.9	–23%	–27%	3%	13%	27%	$16.40	1.8	–9%	14%
Leslie Fay	14 1/2	$1.58	9.2	$1.70	8.5	–28%	–30%	9%	57%	68%	$7.50	1.9	–4%	63%
Liz Claiborne	21 1/4	$1.70	12.5	$2.00	10.6	–2%	–13%	23%	23%	5%	$5.68	3.7	–11%	55%
Oshkosh B' Gosh	32 3/4	$2.10	15.6	$2.40	13.6	22%	11%	31%	47%	–10%	$7.32	4.5	–5%	64%
Oxford	12 1/4	$0.90	13.6	$1.15	10.7	6%	–12%	13%	17%	–5%	$10.74	1.1	–8%	17%
Russ Togs	12 1/2	$0.90	13.9	$1.00	12.5	9%	2%	–8%	–4%	7%	$13.03	1.0	–11%	3%
Russell Corp.	21 5/8	$1.60	13.5	$1.83	11.8	5%	–3%	9%	34%	30%	$8.96	2.4	–7%	38%
Tultex Corp.	9 3/4	$0.75	13.0	$1.03	9.5	2%	–22%	–1%	18%	8%	$4.88	2.0	–11%	26%
V.F. Corp.	31 7/8	$2.80	11.4	$3.05	10.5	–11%	–14%	–4%	11%	17%	$16.29	2.0	–10%	15%
AVE	$259.50	$21.16	12.3	$24.86	10.4	–4%	–14%	7%	24%	14%		2.2	–9%	31%
%CHANGE		41.5%		17.5%										
S&P 500	217.00	$25.54	12.4	$26.93	11.8			8%	14%	12%			–3%	23%
%CHANGE		7.5%		5.4%										
S&P 400	362.60	$28.41	12.8	$29.69	12.2			7%	13%	12%			–3%	23%
%CHANGE		[illegible]		4.5%										

Adjusted for stock splits
Fruit of the Loom: From IPO price $9 on 3/3/87.

MARKET PERFORMANCE:

After turning in an exceptionally strong relative performance in the March quarter, our thirteen company apparel Sample rose 7% in the June quarter, just in line with the S&P 400 index. Year to date, the Group is now up 24% vs 13% for the broader average. Only one issue in our apparel Sample declined during the first six months and that was Russ Togs, off a modest 4%. Five of the thirteen issues, however, declined in the June quarter led by Hartmarx which was off 11% reflecting sharply lower second quarter earnings due to higher interest costs and weak sales in its retail operations. Consumer resistance to sharply higher prices adversely affected menswear sales. Liz Claiborne registered its entire 23% advance in the June quarter after the market adjusted to the announced retirements of Liz Claiborne and her husband Arthur Ortenberg and started responding to the strong consumer acceptance of the company's lines.

At mid-year, our Apperel Sample sold at an average multiple of 12.3 times estimated 1989 earnings, a mobest 4% discount to the S&P 400. We are projecting that profits for our sample will be up by more than 40% this year. If two companies which lost money last year but are expected to make money this year are excluded from the group the increase would be a still healthy 22%. Based on estimated 1990 earnings the Group PE is currently 10.4 times, which represents a more normal 14% discount to the S&P 400.

Merrill Lynch Capital Markets
Globl Securities Research & Economics Group
Fundamental Equity Research Department

Brenda J. Gall
First Vice President
212 449-1915

Copyright 1989 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (MLPF&S). Approved for publication in the United Kingdom by Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited, an affiliated company and member of the Securities Assn. The information herein was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy. Additional information available.
Neither the information nor any opinion expressed constitutes an offer to buy or sell any securities or options or futures contracts. MLPF&S may trade for its own account as odd-lot dealer, market maker, block positioner and/or arbitrageur in any securities or options of this issuer(s). MLPF&S, its affiliates, directors, officers, employees and employee benefit programs may have a long or short position in any securities or options of this issuer(s).
670/660

РИС. 7.4 *(продолжение)*

руемой, но трудоемка, а объединенные профсоюзы рабочих в ней представляют важную силу. Следовательно, наш инвестор может захотеть детальнее рассмотреть эти факторы, и в особенности их потенциальное влияние на структуру затрат отрасли. Не менее важными окажутся перспективы пред-

ставленности на рынке импортной одежды, а значит, и конкурентоспособности иностранных компаний.

Отраслевой анализ обеспечивает понимание характера и операционных характеристик отрасли, которые далее могут быть использованы для формирования выводов о возможностях роста отрасли. Предположим, что наш гипотетический инвестор, использующий разные виды опубликованных докладов, тщательно ознакомился с ключевыми параметрами швейной отрасли и пришел к выводу, что, в сущности, она вполне подходит для того, чтобы воспользоваться преимуществами улучшающегося экономического положения. Спрос на одежду, видимо, повысится, и хотя при этом нормы рентабельности могут несколько снизиться, объемы прибыли должны значительно возрасти, обеспечивая стабильную перспективу роста. Несколько компаний этой отрасли существенно выделяются на общем фоне, но одна выглядит особенно привлекательно — "Мэркор индастриз", компания среднего размера со стремительным темпом роста, производящая женскую и мужскую одежду по средним и высоким ценам. Общая картина экономики и отрасли имеет благоприятный вид, поэтому наш гипотетический инвестор принял решение о более детальном изучении компании "Мэркор".

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Фундаментальный анализ — *это глубокое исследование финансового положения и результатов хозяйственной деятельности компании.*

Фундаментальный анализ предполагает изучение финансовых проблем какого-либо бизнеса, позволяющее инвесторам лучше понять природу и производственные характеристики компаний, выпускающих обыкновенные акции. В данной части главы будет рассмотрено несколько аспектов фундаментального анализа: общая концепция фундаментального анализа, виды финансовых отчетов, которые обеспечивают первичный материал на данном этапе аналитического процесса, виды и содержание некоторых ключевых финансовых коэффициентов, широко используемых в фундаментальном анализе. Глава завершится выводами об интерпретации финансовых коэффициентов.

Концепция

Фундаментальный анализ основан на убеждении в том, что *на стоимость акции влияет эффективность функционирования компании, которая эту акцию выпустила.* Если перспективы компании выглядят стабильными, то можно ожидать, что рыночный курс ее акции отражает этот факт и он будет расти. Однако стоимость ценной бумаги зависит не только от дохода, который она сулит, но также и от размера риска. Фундаментальный анализ позволяет охватить эти проблемные зоны и в удобной форме вписать их в процесс оценки стоимости акций.

Фундаментальный анализ начинается с ретроспективного анализа финансовой стабильности компании. Используя полученные знания наряду с экономическими и производственными показателями, инвестор может приступить к формулировке ожиданий в отношении будущего роста и доходности компании. На исторической фазе анализа (которая в настоящий момент представляет для нас основной интерес) инвестору следует изучить финансовые отчеты компании, с тем чтобы узнать ее сильные и слабые стороны, идентифицировать любые имеющиеся тенденции изменения и развития,

провести оценку эффективности производственной деятельности и сформировать общее понимание природы и производственных характеристик компании. Следующие вопросы представляют особый интерес:

1. Конкурентоспособность компании.
2. Структура ассортимента и тенденции сбыта.
3. Коэффициенты рентабельности и прибыли компании.
4. Состав и ликвидность ресурсов компании (структура активов компании).
5. Структура капитала компании (структура финансовых средств компании)*.

Историческая фаза фундаментального анализа конъюнктуры во многом является наиболее требовательной и наиболее трудоемкой. Большинство инвесторов не имеют ни времени, ни желания проводить подобное сложное исследование и поэтому в поиске необходимого материала о репутации фирм полагаются на публикуемые отчеты. Инвесторы располагают большим выбором информационных ресурсов, включающих отчеты и рекомендации основных брокерских фирм, популярных финансовых средств массовой информации и/или различных служб финансовой информации, функционирующих по подписке. Все эти источники информации имеют определенную ценность, и все следующие ниже параграфы главы не преследуют цели заменить их. Вместе с тем, чтобы быть подготовленным инвестором, важно в полной мере понимать содержание и значение подобных финансовых отчетов, а на заключительной фазе анализа уметь воспользоваться информацией для выработки собственных суждений о компании и ее акциях.

Финансовая отчетность

Финансовые отчеты являются жизненно важной частью фундаментального анализа, поскольку они позволяют инвесторам выработать мнение о результатах производственных операций и финансовом положении компании. Полный набор финансовой отчетности состоит из четырех частей: 1) балансовый отчет; 2) отчет о прибылях и убытках; 3) отчет о движении денежных средств; 4) отчет об изменениях в акционерном капитале. Первые два отчета важны для проведения фундаментального анализа (в частности, для компьютерного расчета финансовых коэффициентов), а третий — отчет о движении денежных средств — играет решающую роль, поскольку используется при оценке платежеспособности компании. Компании готовят свои отчеты ежеквартально (*сокращенные* отчеты, составленные за каждые три месяца хозяйственной деятельности), а также повторно в конце каждого календарного или *финансового года* (12-месячный период, который компания определила как свой хозяйственный год и который не обязательно совпадает с календарным). Годовая финансовая отчетность должна быть полностью проверена независимыми присяжными аудиторами, зарегистрирована в Комис-

* В финансовом анализе понятием "структура капитала" называют структуру постоянных, т.е. долгосрочных, источников финансирования. Их главная проблема — оптимальность соотношения собственного и заемного долгосрочного капитала. Когда речь идет о комбинации краткосрочных и долгосрочных источников, то используется термин "финансовая структура". (*Прим. науч. ред.*)

сии США по ценным бумагам и биржам и своевременно распространена между всеми акционерами в форме годового отчета. Сама по себе финансовая отчетность компаний — наиболее важный источник информации для инвестора, а когда отчеты используются в сочетании с расчетами финансовых коэффициентов для проведения фундаментального анализа, то их значимость еще более возрастает. Остановимся теперь на каждом из четырех основных видов бухгалтерских отчетов.

Балансовый отчет

Балансовый отчет — *это обобщенная финансовая информация об активах компании, ее обязательствах и акционерном капитале на конкретную дату.*

Балансовый отчет компании содержит информацию об активах компании, ее обязательствах и акционерном капитале. *Активы* представляют ресурсы компании (составляющие ее собственность)*, *пассивы* — это долги компании (а также другие ее обязательства. — *Прим. науч. ред.*), а *собственный капитал* — это величина капитала держателей акций компании. Балансовый отчет можно рассматривать как заключение об активах компании в сопоставлении с суммой ее долгов и позициями собственников *в конкретный момент времени* (в последний день календарного или финансового года либо в конце квартала). Чтобы баланс был корректным, сумма активов должна равняться общей сумме обязательств и собственного капитала компании. Типичный пример балансового отчета приводится в табл. 7.2. В ней показаны сравнительные данные за 1988—1989 гг. гипотетической компании "Мэркор индастриз", специализирующейся на выпуске одежды (обратите внимание, что финансовый год компании заканчивается 30 ноября).

Активы. Активы компании перечислены в верхней части балансового отчета и разбиты на две группы: оборотные и долгосрочные. *Оборотные активы* состоят из денежных средств и других статей, которые будут обращены в деньги (или, как в случае с "расходами будущих периодов", полностью потреблены) в течение одного года или ранее. К четырем наиболее общим видам оборотных активов относятся: денежные средства и краткосрочные инвестиции, дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы и расходы будущих периодов (предварительно оплаченные расходы). Счет денежных средств не нуждается в дополнительном объяснении**; счета дебиторов, или дебиторская задолженность, представляют суммы, которые должны выплатить компании ее клиенты, купившие товары в кредит; товарно-материальные запасы включают сырье, используемое в производственном процессе, незавершенное производство и готовую продукцию для отправки клиентам; к расходам будущих периодов относятся платежи, сделанные заранее по таким статьям, как, например, коммунальные услуги и страхование. Данные активы являются *оборотным капиталом* компании и обеспечивают средства для проведения ежедневных операций. Другие активы, кроме счета денежных средств, представляют формы размещения ее фондов в конкретные виды ресурсов. Так, например, "Мэркор" поместила

* В американской системе учета в этот счет сведены данные о денежных средствах в кассе компании, на ее расчетных банковских счетах, на ее валютных счетах в банке и все иные виды денежных средств, например "в пути". Поэтому этот общий счет соответствует сразу нескольким счетам российского учета. *(Прим. науч. ред.)*

** В соответствии с общепринятыми учетными принципами в США к активам относится также имущество, которое находится не в собственности компании, а лишь в ее распоряжении, но позволяет получать выгоду (например, арендованные средства). *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 7.2 Балансовый отчет компании "Мэркор индастриз" (в тыс. долл., за финансовый год, на 30 ноября)

	1989 г.	1988 г.	
Оборотные активы	7 846	14 459	Денежные средства и краткосрочные инвестиции
	105 400	102 889	Счета дебиторов
	164 356	159 238	Товарно-материальные запасы
	1 778	2 111	Расходы будущих периодов
	279 380	278 697	Итого оборотные активы
Долгосрочные активы	1 366	1 317	Земля
	13 873	13 889	Здания
	75 717	73 199	Мебель, арматура и оборудование
	49 412	50 209	Технические усовершенствования арендованного имущества*
	140 368	138 614	Всего долгосрочных активов
	(85 203)	(80 865)	Начисленный износ
	55 165	57 749	Долгосрочные активы нетто
	4 075	4 108	Прочие активы
Итого активы	338 620	340 554	
Текущие обязательства	2 000	11 500	Векселя к оплате
	4 831	1 090	Текущая часть долгосрочного долга
	68 849	69 696	Кредиторская задолженность и накопившиеся обязательства
	3 806	3 119	Начисленный налог на прибыль
	5 460	4 550	Прочие начисленные налоги
	84 946	89 955	Итого текущие обязательства
Долгосрочный долг	53 723	61 807	Долгосрочный долг за вычетом текущей части долгосрочного долга
Акционерный капитал	21 787	21 777	Обыкн. акции номиналом 2,50 долл.
	20 068	20 028	Дополнительно оплаченный капитал
	158 096	146 987	Нераспределенная прибыль
	199 951	188 792	Акционерный капитал
Итого обязательства и акционерный капитал	338 620	340 554	

* Усовершенствования арендованного имущества означают, что у компании заключены договора аренды, которая относится к категории *оперативной*, или текущей. В этом случае бухгалтер не должен показывать среди активов само арендованное имущество и не начисляет по нему износ, но вклад компании-арендатора в модернизацию актива представляет отдельную позицию. Иначе обстоит дело в ситуации другой формы арендного договора — *капитализируемой* аренды. *(Прим. науч. ред.)*

капитал на сумму более чем 105 млн. долл. на счета дебиторов на 30 ноября 1989 г.

Долгосрочные активы компании "Мэркор" представлены главным образом землей и промышленными сооружениями, что типично для большинства компаний. Эти активы имеют продлённую экономическую жизнь (свыше года) и являются ресурсами, предназначенными не для продажи, а для повторного использования в производстве, сбыте и распределении, хранении и транспортировке продукции, выпускаемой компанией. К наиболее распространенным долгосрочным активам относятся земля, сооружения,

основные производственные средства, офисное оборудование и усовершенствования арендуемого имущества. Сумма долгосрочных активов в неттоисчислении, представленная в балансовом отчете*, ежегодно меняется, поскольку амортизация начисляется каждый отчетный год. (*Амортизация, или износ,* является бухгалтерской проводкой, предназначенной для систематической регистрации физического изнашивания и морального устаревания какого-либо актива и снижения стоимости внеоборотного актива с течением времени.) Бухгалтерская запись "начисленный износ" отражает сумму начисленного за все предыдущие периоды износа по активам, все еще находящимся на балансе компании; в строгом смысле слова, это бухгалтерская проводка, и она *не* отражает оттока денежных средств.

Обязательства. Финансовая структура компании вырисовывается в нижней части табл. 7.2, где перечислены обязательства компании и ее акционерный капитал. Этот раздел балансового отчета состоит из трех групп данных: 1) текущие обязательства; 2) долгосрочный долг; 3) акционерный капитал. *Текущие обязательства* складываются из долгов, полученных у кредиторов (векселя к оплате и текущая часть долгосрочного долга**), задолженности поставщикам (счета к оплате), обязательств перед сотрудниками (накопившиеся обязательства) и задолженности государству (начисленные налоги). Аналогично статьям противоположной стороны баланса, отражающим оборотные активы, данные обязательства подлежат оплате в течение одного года или ранее. Текущие обязательства, перечисленные для компании "Мэркор индастриз", типичны для балансов большинства компаний. *Долгосрочные долги* — это обязательства со сроками погашения основных сумм, выходящими за рамки одного года. Следует заметить, что лишь основная сумма краткосрочного и долгосрочного долга фиксируется в балансовом отчете; процентные платежи появляются только в отчете о прибылях и убытках в качестве затрат***. Долгосрочные обязательства, как правило, разбиваются на срочную часть долга (которая отнесена в долгосрочные обязательства. — *Прим. науч. ред.*) и часть, подлежащую погашению в течение одного года или ранее, которая известна под названием *текущей части долгосрочного долга.* Текущие платежи относятся к такому виду платежей, которые предстоит осуществить в течение ближайших 12 месяцев при постепенном погашении ссуды, выданной на 4 года, как у этой компании. Сумма, подлежащая выплате в следующие 12 месяцев, будет отражена как текущая часть долга, в то время как сумма, подлежащая выплате в течение оставшихся 2—4 лет, будет отражена как долгосрочный долг.

Акционерный капитал. В дополнение к средствам, которые компания получила в долг прямо или косвенно, другим видом требований к активам явля-

---

* Нетто-активы называют также *балансовой стоимостью* активов *(book value)*, что соответствует термину "остаточная стоимость" в российском учете. *(Прим. науч. ред.)*

** Эта позиция включает выгодно выплачиваемые по долгу проценты плюс часть самой суммы долга, которую в соответствии с кредитным соглашением должен ежегодно погашать заемщик. Но такая статья в балансе возникает только в случае специально включенного в договор о кредите положения именно о таком порядке расчетов. Тогда проценты начисляются на остаток долга. *(Прим. науч. ред.)*

*** Только в том случае, когда причитающиеся по долгу проценты действительно переведены кредитору. Если перечисление еще не произошло, то в составе краткосрочных обязательств появятся проценты к оплате. *(Прим. науч. ред.)*

ются требования собственников компании (ее акционеров). Этот вид требований представлен в балансе статьями "собственный (акционерный) капитал", или "нетто-капитал" компании (*net worth*); они имеют *остаточный* характер. Другими словами, требования всех краткосрочных и долгосрочных кредиторов являются первоочередными в сравнении с требованиями акционеров. Основными учетными компонентами акционерного капитала являются счет обыкновенных акций, счет дополнительно оплаченного капитала и счет нераспределенной прибыли. Первые два представляют оплаченную часть акционерного капитала и равны средствам (поступлениям), вырученным компанией за счет продажи своих акций инвесторам. (Счет капитала владельцев обыкновенных акций равен номинальной, или объявленной, стоимости акции*, умноженной на количество акций в обращении, а дополнительно оплаченный капитал равен излишку от чистых поступлений от продажи акций по курсу выше номинала, или объявленной стоимости.) Нераспределенная прибыль, напротив, состоит из накоплений части прибыли за предыдущие годы, которая была удержана в компании; она представляет собой сумму годовых частей прибыли, оставшейся после выплаты дивидендов. Нераспределенная прибыль используется для погашения основной суммы долга, приобретения средств производства и вложений в счета дебиторов, товарно-материальные запасы и т.п. Она представляет *не* денежные средства компании или запас неосвоенных финансовых средств, а скорее именно те ресурсы, в которые годовые нераспределенные прибыли были ранее размещены.

Отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках — *это финансовое резюме результатов хозяйственной деятельности компании, охватывающее конкретный период времени, обычно равный одному году.*

Отчет о прибылях и убытках содержит финансовое резюме по результатам производственной деятельности компании. В противоположность балансовому отчету отчет о прибылях и убытках охватывает деятельность, проведенную за определенный период времени или за конкретный отчетный год. Традиционно этот период длится не более чем один финансовый или календарный год. В табл. 7.3 приведены отчеты о прибылях и убытках компании "Мэркор индастриз" за 1988 и 1989 гг. Обратите внимание, что данные годовые отчеты охватывают производственную деятельность за 12-месячный (финансовый) год, заканчивающийся 30 ноября, что соответствует дате составления балансового отчета. Отчет о прибылях и убытках показывает, насколько успешно компания использовала свои активы, отраженные в балансовом отчете; другими словами, степень эффективности усилий менеджеров по управлению компанией отражена в величине прибылей или убытков, полученных или понесенных в течение года.

Отчет о прибылях и убытках является простой сводкой сумм доходов (выручки за реализованную продукцию и других доходов), полученных за определенный период, затрат и расходов, понесенных за тот же период, а также прибылей компании (которые, несомненно, получены путем вычита-

* Объявленная стоимость — это стоимость, устанавливаемая бухгалтером компании для облегчения учетного процесса в том случае, когда акции выпускаются в обращение без номинала. Американские корпорации, так же как и европейские, имеют право эмиссии акций без определения их номинала, в том числе и привилегированных. В отличие от номинальной объявленная (учетная) стоимость не дает юридических оснований на требования к активам компании, равновеликие по сумме. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 7.3 **Сравнительные отчеты о прибылях и убытках компании "Мэркор индастриз" (в тыс. долл., за финансовый год, на 30 ноября)**

1989 г.	1988 г.	
606 610	567 986	Нетто-выручка за реализацию
6 792	6 220	Другие доходы
1 504	895	Полученные проценты
614 906	575 101	Итого доходы
377 322	354 424	Себестоимость реализованной продукции
205 864	194 419	Торговые, административные и прочие операционные затраты
5 765	5 523	Затраты на выплату процентов
588 951	554 366	Итого затрат
25 955	20 735	Прибыль до выплаты налогов
7 950	5 230	Налоги на прибыль
18 005	15 505	Чистая прибыль (после выплаты налогов)
2,09	1,80	Прибыль на одну акцию
8 601	8 601	Количество акций в обращении (в тыс.)

ния из доходов всех затрат и расходов, включая налоги). Следует отметить, что в табл. 7.3 представлены четыре основных типа затрат: *себестоимость реализованной продукции*, которая часто является самой крупной статьей расходов и представляет затраты на рабочую силу, материалы и производственные накладные расходы; *торговые, административные и прочие операционные затраты**, включающие заработную плату, затраты на рекламную деятельность и стимулирование сбыта, командировочные и представительские расходы, платежи за коммунальные услуги и страхование (связанные с непроизводственной деятельностью. — *Прим. науч. ред.*), а также прочие затраты на управление компанией; *затраты на выплату процентов*, отражающие цену кредита; а также *налоги на прибыль*, т.е. доля прибыли, идущая в госбюджеты различного уровня. Чистая прибыль компании — это "итоговая строка" отчета о прибылях и убытках. Если она не используется на выплату дивидендов по обыкновенным и/или привилегированным акциям, то вся сумма чистой прибыли относится на счет нераспределенной прибыли, которую используют для финансирования роста или погашения долговых обязательств.

Иные виды финансовых отчетов

Отчет о движении денежных средств — *это финансовое резюме о потоках денежных средств компании и других событиях, вызвавших изменения в денежных средствах компании.*

Инвесторам предоставляются также другие виды финансовых отчетов наряду с описанными выше. Одним из них является **отчет о движении денежных средств**, который содержит финансовое резюме о потоках денежных средств компании и других событиях, вызвавших изменения в денежных средствах компании. Будучи относительно новым видом финансовой отчетности, который впервые включили в состав годовой отчетности в

* Сюда относят непроизводственные расходы, которые невозможно прямо привязать к какому-то виду выпускаемой продукции. Эта группа представляет расходы данного отчетного периода в противоположность первой — себестоимости реализованной продукции, которая является затратами на производство конкретного продукта. *(Прим. науч. ред.)*

1988 г., он, безусловно, является одним из наиболее полезных отчетов, поскольку демонстрирует, как обстоят дела компании в генерировании денежных средств. Дело в том, что объявленные в отчетах прибыли компании могут иметь незначительное отношение к движению ее денежных средств*. В то время как прибыли составляют лишь разницу между доходами и учетными затратами, *поток денежных средств представляет количество денег, которые компания зарабатывает в результате проведения деловых операций.*

Таблица 7.4 содержит отчет о движении денежных средств компании "Мэркор индастриз" за 1988—1989 гг. Отметим, что данный отчет сводит воедино статьи *как* из балансового отчета, *так* и из отчета о прибылях и убытках, чтобы продемонстрировать, каким образом компания получила свои денежные средства и как она использует этот ценный ликвидный ресурс. Отчет разбит на три части, важнейшей из которых является первая, озаглавленная "поток денежных средств от основной деятельности". Этот раздел важен, потому что он отражает *нетто-поток денежных средств от основной деятельности*; это именно то, что обычно подразумевается под термином *поток денежных средств*, поскольку отражает количество денежных средств, которыми располагает компания для инвестиционной и финансовой деятельности. Для "Мэркор индастриз" в 1989 г. поток денежных средств от основной деятельности составил почти 19 млн. долл., увеличившись по сравнению с предыдущим годом. Вместе с тем, поскольку компания израсходовала больше средств на свою инвестиционную и финансовую деятельность, чем сумела заработать в своих текущих хозяйственных операциях, ее позиция "денежные средства" снизилась почти на 6,6 млн. долл. (обратите внимание на показатель рядом с итоговой строкой отчета, демонстрирующий, что денежные средства компании согласно балансам начала и конца периода сократились почти на 6 613 000 долл. в 1984 г.). В идеале инвестору хотелось бы увидеть крупную (и предпочтительно растущую) величину денежного потока, так как это означало бы, что компания располагает достаточными средствами для выплаты дивидендов, обслуживания долга и финансирования роста. Кроме того, вам хотелось бы увидеть, как позиция баланса компании "денежные средства" увеличивается с течением времени, так как это позитивно сказывается на ликвидности баланса компании и ее способности своевременно и должным образом удовлетворять свои производственные потребности.

Отчет об изменениях в акционерном капитале — *это обобщение данных о прибыли, инвестированной в бизнес, сумме выплаченных дивидендов и иных изменениях в сумме собственного (акционерного) капитала компании.*

Четвертый и заключительный финансовый отчет — это **отчет об изменениях в акционерном капитале**, который кратко подытоживает количество прибыли, инвестированной в компанию, количество дивидендов, выплаченных инвесторам, а также иные изменения в балансовой статье "собственный (акционерный) капитал" компании. Балансовый отчет компании и ее отчет о прибылях и убытках связаны по нескольким причинам, одна из которых состоит в тесной взаимосвязи чистой и нераспределенной прибыли. Отчет об изменениях в акционерном капитале позволяет увидеть эту взаи-

* Различия прибыли и потока денежных средств вызваны главным образом тем, что прибыли являются результатом отражения всех операций по принципу начисления, когда бухгалтер не руководствуется моментом и фактом перемещения наличных (как в случае кассового учета) ни при определении выручки и других доходов, ни при определении расходов. В российской практике подобный отчет как самостоятельный вид до середины 1996 г. отсутствовал. Введенный формат существенно отличается от международного. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 7.4 Отчет о движении денежных средств компании "Мэркор индастриз" (в тыс. долл., за финансовый год, на 30 ноября)

1989 г.	1988 г.	
		Поток денежных средств от основной деятельности
18 005	15 505	Чистая прибыль
8 792	8 202	Начисленный износ
560	54	Прочие расходы в неденежной форме
(7 296)	(21 696)	Увеличение оборотных активов
(1 268)	3 041	Увеличение (уменьшение) текущих обязательств
18 793	5 106	Нетто-поток денежных средств от текущих операций
		Поток денежных средств от инвестиционной деятельности
(6 685)	(4 686)	Приобретение недвижимости, основных средств (нетто)
(6 685)	(4 686)	Нетто-поток денежных средств от инвестиционной деятельности
		Поток денежных средств от финансовой деятельности
—	7 950	Поступления от долгосрочного кредита
(11 825)	(1 240)	Погашение долгосрочного долга, включая текущую часть долгосрочного долга и досрочное погашение долга
(6 896)	(6 220)	Выплата дивидендов по обыкновенным акциям
(18 721)	490	Нетто-поток денежных средств от финансовой деятельности
(6 613)	910	Прирост (сокращение) денежных средств
14 459	13 549	Денежные средства и краткосрочные инвестиции на начало периода
7 846	14 459	Денежные средства и краткосрочные инвестиции на конец периода*

* Под краткосрочными инвестициями в данном случае имеются в виду высоколиквидные ценные бумаги, которые выполняют роль резерва денежных средств. Такие активы — это лишь часть краткосрочных инвестиций, и поэтому их принято рассматривать как эквиваленты денежных средств. Бухгалтер компании, следуя общепринятым учетным принципам *(GAAP)*, сам определяет сумму тех ценных бумаг, которые относят к эквивалентам денег, именно это число учитывается при расчете разности между суммой денежных средств и их эквивалентов на начало и конец периода. Остальные краткосрочные инвестиции (неэквиваленты) будут показаны во втором разделе отчета. В данном примере у компании все краткосрочные инвестиции приравнены к эквивалентам. *(Прим. науч. ред.)*

мосвязь в подробностях и фиксирует, как получение прибыли, выплата дивидендов и другие операции повлияли на сумму акционерного капитала. В табл. 7.5 приведен рассматриваемый отчет по компании "Мэркор индастриз" за 1988—1989 гг. Он соответствует отчетным периодам, отраженным в других финансовых отчетах, и показывает, как и почему изменилась величина нераспределенной прибыли, а также объясняет другие изменения в этом важном источнике финансирования.

ТАБЛИЦА 7.5 **Отчет об изменениях в акционерном капитале компании "Мэркор индастриз" (в тыс. долл., за финансовый год, на 30 ноября)**

1989 г.	1988 г.	
188 792	179 047	Акционерный капитал на начало финансового года
18 005	15 505	Плюс чистая прибыль за год
(6 896)	(6 220)	Минус дивиденды, выплаченные на обыкновенные акции
11 109	9 285	Прирост нераспределенной прибыли
10	300	Плюс поступления от выпущенных в обращение акций
40	160	Плюс эмиссионный доход от продажи акций
199 951	188 792	Акционерный капитал на конец года

Основные финансовые коэффициенты

Анализ коэффициентов — *это исследование взаимосвязи статей различных финансовых отчетов и различных статей одного и того же отчета.*

Зачастую для понимания того, что должны сообщать бухгалтерские отчеты о финансовом положении и результатах производственной деятельности компании, необходимо обращаться к *финансовым коэффициентам.* Полезность этих коэффициентов обусловлена тем, что они позволяют с разных точек зрения взглянуть на финансовые дела компании, в особенности на балансовый отчет и отчет о прибылях и убытках, и таким образом расширить информационное содержание всей финансовой отчетности конкретной компании. Коэффициенты занимают ключевое место при проведении финансового анализа деятельности компании. И в самом деле, фундаментальный анализ как система сбора информации оказался бы неполным без этого элемента. **Анализ коэффициентов** предусматривает исследование взаимосвязи статей различных финансовых отчетов и различных статей одного и того же отчета. Каждый показатель связывает одну статью баланса (или отчета о прибылях и убытках) с другой; либо, что случается чаще, статья баланса сопоставляется с отчетом о прибылях и убытках. Именно таким образом внимание концентрируется не на абсолютных величинах статей финансовых отчетов, а, что более важно, на ликвидности, активности и доходности ресурсов, финансовой структуре и производственных результатах компании.

Наиболее существенное значение финансовых коэффициентов состоит в том, что они позволяют инвестору оценить финансовое положение и результаты компании в прошлом и настоящем. Фактически механизм коэффициентов достаточно прост: из годовых финансовых отчетов выбирается информация, используемая для расчета набора коэффициентов, которые затем сравниваются с прошлыми фактическими и/или отраслевыми стандартами для оценки финансового положения и производственных результатов компании. При использовании прошлых данных сопоставляются и изучаются коэффициенты данной компании минимум за два следующих друг за другом года; отраслевые стандарты, напротив, предполагают сравнение коэффициентов конкретной компании со средними показателями деятельности других сопоставимых компаний аналогичной отрасли.

Финансовые коэффициенты можно распределить по пяти группам: 1) ликвидность; 2) деловая активность; 3) финансовая зависимость, или рычаг; 4) прибыльность; 5) характеристики ликвидности обыкновенных акций, или рыночные показатели. Используя данные из финансовой отчетности компа-

нии "Мэркор индастриз" за 1989 г. (табл. 7.2 и 7.3), можно приступить к расчету и общему анализу некоторых из наиболее распространенных коэффициентов в каждой из пяти категорий.

Показатели ликвидности

Показатели ликвидности — *это финансовые коэффициенты, отражающие способность компании оплачивать свои ежедневные затраты и выполнять краткосрочные обязательства в полном объеме и в срок.*

Понятие **ликвидности** означает способность компании покрывать свои ежедневные затраты и выполнять краткосрочные обязательства по мере наступления срока их оплаты. В этой связи наиболее серьезный вопрос состоит в том, имеется ли в распоряжении компании достаточное количество денежных средств и других ликвидных активов для своевременной и соответствующей оплаты своего долга и обеспечения текущих производственных потребностей. Как правило, общее представление о ликвидности компании можно легко получить с помощью двух простых показателей: коэффициента "покрытия" и чистого оборотного капитала.

Коэффициент "покрытия". *Коэффициент "покрытия"* является одним из наиболее часто используемых коэффициентов; он рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент "покрытия"} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Текущие обязательства}}.$$

$$\text{Коэффициент "покрытия" в компании "Мэркор"} = \frac{279\,380\ \text{долл.}}{84\,946\ \text{долл.}} = \underline{\underline{3{,}29}}.$$

В 1989 г. в распоряжении компании "Мэркор" было 3,29 долл. оборотных активов для обслуживания каждого доллара текущих обязательств; согласно многим нормативам такое значение коэффициента может быть расценено как высокое*.

Оборотный капитал нетто. Хотя формально в строгом смысле слова данный показатель не является коэффициентом, тем не менее его часто рассматривают именно как коэффициент. Фактически *оборотный капитал нетто* представляет собой *абсолютный* показатель ликвидности, который указывает в долларовом выражении, какое количество собственных средств компании имеют статус оборотных. Показатель исчисляется как разность между оборотными активами и текущими обязательствами**. В 1989 г. собственный оборотный капитал компании "Мэркор индастриз" составлял:

$$\text{Оборотный капитал нетто} = \text{Оборотные активы} - \text{Текущие обязательства}.$$

$$\text{Оборотный капитал нетто компании "Мэркор"} = 279\,380\ \text{долл.} - 84\,946\ \text{долл.} = \underline{\underline{194\,434}}\ \text{долл.}$$

Величина чистого оборотного капитала (нетто), приближающаяся к отметке 200 млн. долл., является значительной; в этом случае ликвидность компании высока, если только оборотный капитал не состоит из медленно обращающихся и устаревших товарно-материальных запасов и/или давно просроченных дебиторских счетов.

---

* Условно считается нормальной пропорция 2 : 1, а в 90-е годы это соотношение в среднем у американских компаний составляло примерно 1 : 1. *(Прим. науч. ред.)*

** Часто этот показатель называют "оборотный капитал" без добавления слова "нетто". *(Прим. научред.)*

Коэффициенты деловой активности

Коэффициенты деловой активности — *это финансовые коэффициенты, используемые для оценки эффективности управления активами компании.*

Количественная оценка общей ликвидности — лишь начало анализа, поскольку необходимо также оценить состав и скрытую ликвидность основных текущих активов и определить, насколько эффективно конкретная компания управляет своими активами. **Коэффициенты деловой активности** позволяют сравнить объем реализации компании с различными группами активов для определения того, насколько полно компания использует свои активы. Три наиболее распространенных коэффициента деловой активности связаны с дебиторской задолженностью, товарно-материальными запасами и суммарными активами.

Коэффициент оборачиваемости счетов дебиторов. Взглянув на большинство балансов, можно обнаружить, что среди активов в балансовом отчете доминируют всего лишь несколько статей, составляющих 80—90% или более суммарных активов. Несомненно, это также справедливо и для компании "Мэркор", у которой, как следует из табл. 7.2, три статьи (счета дебиторов, товарно-материальные запасы и долгосрочные активы) составляли в 1989 г. около 95% общей суммы активов. Большинство компаний инвестируют значительную часть своего капитала в счета дебиторов, и по этой причине они рассматриваются как важнейший актив компаний. *Оборачиваемость счетов дебиторов* является показателем того, как данными ресурсами управляют; этот коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент оборачиваемости счетов дебиторов} = \frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Счета дебиторов}}$$

$$\text{Коэффициент оборачиваемости счетов дебиторов компании "Мэркор"} = \frac{606\,610 \text{ долл.}}{105\,400 \text{ долл.}} = \underline{\underline{5{,}76}}.$$

В сущности, эта величина оборачиваемости является показателем результатов, которые компания получает от размещения капитала в дебиторские счета. При прочих равных показателях, чем выше оборачиваемость, тем это благоприятнее для компании. Обратите внимание на то, что в 1989 г. "Мэркор" оборачивала свои дебиторские счета около 5,8 раза; другими словами, каждый доллар, инвестированный в них, принес 5,76 долл. выручки за реализованную продукцию.

Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов. Другим важным ресурсом компаний, требующим пристального внимания со стороны руководства, являются товарно-материальные запасы. Управление товарно-материальными запасами играет важную роль в развитии компании и по установленной практике оценивается с помощью *оборачиваемости товарно-материальных запасов*:

$$\text{Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов} = \frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Товарно-материальные запасы}}.$$

Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов компании "Мэркор" =

$$= \frac{606\ 610\ \text{долл.}}{164\ 356\ \text{долл.}} = \underline{\underline{3,69}}.$$

И в этом случае, чем выше объем продаж, которого может достичь компания благодаря своим товарно-материальным запасам, тем выше эффект от этого жизненно важного ресурса. Величина, равная 3,69 для компании "Мэркор", показывает, что компоненты запасов приобретались и продукция компании выбывала из товарно-материальных запасов 3,7 раза в год. Как правило, чем выше этот показатель, тем меньше времени продукция компании находится в составе товарно-материальных запасов и, таким образом, тем выше доход, который в состоянии получить компания от средств, вложенных в эти запасы.

Коэффициент оборачиваемости совокупных активов. ***Оборачиваемость совокупных активов*** показывает, насколько эффективно используются активы компании для поддержки сбыта. Он рассчитывается следующим образом:

Коэффициент оборачиваемости совокупных активов =

$$= \frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Совокупные активы}}.$$

Коэффициент оборачиваемости совокупных активов компании "Мэркор" =

$$= \frac{606\ 610\ \text{долл.}}{338\ 620\ \text{долл.}} = \underline{\underline{1,79}}.$$

Коэффициенты финансовой зависимости, или финансового рычага, — ***это коэффициенты, которые позволяют оценить долю заемных средств, используемых компанией для поддержки производственной деятельности, и ее способность обслуживать свои долги.***

Подобно дебиторской задолженности и товарно-материальным запасам высокая (или возрастающая) оборачиваемость совокупных активов рассматривается как позитивный момент, поскольку она благоприятно воздействует на прибыли компании и доходность инвестиций. Здесь работает тот же принцип, на который ориентируется и отдельный инвестор: прибыль в 100 долл. от инвестиций в 1000 долл. значительно более желанна, чем прибыль в 100 долл. от инвестиций в 2000 долл. Высокая величина оборачиваемости совокупных активов означает, что ресурсы компании управляются эффективно и компания в состоянии достичь больших объемов сбыта (и в конечном итоге получить значительную прибыль от инвестиций в собственные активы).

Коэффициенты финансовой зависимости, или финансового рычага

Финансовый рычаг связан с различными схемами финансирования и отражает количество заемных средств, используемых компанией для обеспечения своей ресурсной базы и производственной деятельности*. Величина задолженности в рамках финансовой структуры и способность компании обслуживать свой долг — это два основных вопроса в анализе степени исполь-

* Финансовый рычаг обозначает практику систематического использования заемных средств как постоянного (долгосрочного) источника финансирования операций компании с целью повышения чистой прибыли на одну акцию. Высокая доля заемных средств будет означать высокий рычаг, т.е. повышенную чувствительность показателя "прибыль на акцию" *(EPS)* к динамике прибыли от основной деятельности. Термин "рычаг" применен для того, чтобы подчеркнуть, что компания стремится облегчить решение задачи роста чистой прибыли на акцию за счет "чужих" денег. *(Прим. науч. ред.)*

зования финансового рычага. Существует два наиболее популярных коэффициента финансового рычага: коэффициент "квоты собственника", который измеряет *сумму долга*, существующего у компании, и коэффициент "покрытия" процентов, отражающий, насколько хорошо компания может *обслуживать долг.*

Коэффициент "квоты собственника". Являясь показателем использования заемных средств, или относительной мерой средств, предоставленных, с одной стороны, кредиторами, а с другой — акционерами, ***коэффициент "квоты собственника"*** рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент "квоты собственника"} = \frac{\text{Долгосрочный долг}}{\text{Акционерный капитал}}.$$

$$\text{Коэффициент "квоты собственника" компании "Мэркор"} = \frac{53\ 723\ \text{долл.}}{199\ 951\ \text{долл.}} = \underline{\underline{0{,}27}}.$$

В связи с тем, что компании, в значительной мере использующие заемные средства, или финансовый рычаг, идут на все возрастающий финансовый риск или могут оказаться не в состоянии погасить свою задолженность по ссудам, этот коэффициент особенно полезен для оценки подверженности акций риску. В 1989 г. компания "Мэркор" имела *низкий* (27%) коэффициент "квоты собственника", который указывал на то, что бо́льшая часть капитала компании поступает за счет ее акционеров; другими словами, данная величина означает, что в структуре капитала компании лишь 27 центов долга приходилось на каждый доллар собственного капитала компании.

Коэффициент "покрытия" процентов. ***Коэффициент "покрытия" процентов*** относится к группе коэффициентов "покрытия" и позволяет определить способность компании осуществить платежи по фиксированной процентной ставке. Коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент "покрытия" процентов} = \frac{\text{Прибыль до вычета налогов и выплаты процентов}}{\text{Затраты на выплату процентов}}.$$

$$\text{Коэффициент "покрытия" процентов компании "Мэркор"} = \frac{25\ 955\ \text{долл.} + 5765\ \text{долл.}}{5765\ \text{долл.}} = \underline{\underline{5{,}50}}.$$

Способность компании своевременно и упорядоченно выполнять свои платежи по фиксированным контрактным обязательствам (включая платежи по облигациям) является также важным обстоятельством при оценке подверженности риску. Что касается компании "Мэркор индастриз", то она располагает около 5,50 долл. для "покрытия" каждого доллара затрат в виде процентов. Это хороший показатель (как правило, коэффициент "покрытия" процентов, величина которого равна 6—7, т.е. прибыль превышает проценты в 6—7 раз, считается высоким). Как правило, величина этого коэффициента никого не беспокоит до тех пор, пока она не падает до показателя, лишь в 2—3 раза превышающего затраты на выплату процентов.

Коэффициенты прибыльности

Коэффициенты прибыльности — *это коэффициенты, измеряющие доходы компании, связывающие ее относительные успехи в виде прибылей с выручкой, активами или собственным капиталом компании.*

Прибыльность — это относительный показатель успеха. Каждый из различных показателей прибыльности связывает прибыли компании с другими показателями: выручкой за реализованную продукцию, активами или собственным капиталом. Существуют четыре широко распространенных показателя прибыльности: операционный коэффициент, норма чистой рентабельности, норма доходности активов и норма доходности собственного капитала.

Операционный коэффициент. Основные компоненты структуры затрат компании отражены в ее *операционном коэффициенте* — показателе, который связывает общую сумму операционных затрат с выручкой за реализованную продукцию:

$$\text{Операционный коэффициент} = \frac{\text{Себестоимость реализованной продукции} + \text{Торговые, управленческие и другие операционные затраты}}{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}.$$

$$\text{Операционный коэффициент компании "Мэркор"} = \frac{377\,322 \text{ долл.} + 205\,864 \text{ долл.}}{606\,610 \text{ долл.}} = \underline{\underline{96{,}2\%}}.$$

Заметьте, что при расчете операционного коэффициента не принимаются во внимание затраты на выплату процентов, налоги и другие "неоперационные" доходы и затраты (т.е. не связанные прямо с ее производственным, операционным циклом. — *Прим. науч. ред.*), а учитываются только операционные затраты, внутренние, свойственные нормальному ходу ведения бизнеса. В сущности, данный коэффициент указывает относительную величину операционных затрат, связанных с обеспечением текущего уровня сбыта. Он представляет собой показатель эффективности текущих операций компании. В компании "Мэркор" операционные затраты поглотили 96% выручки. Очевидно, при прочих равных показателях желаемой является низкая или снижающаяся величина операционного коэффициента, которая отражает более высокую рентабельность и более высокие прибыли.

Норма чистой рентабельности. Этот коэффициент отражает итоговый результат операций. *Норма чистой рентабельности* указывает на относительную выгодность реализации и других операций. Он рассчитывается следующим образом:

$$\text{Норма чистой рентабельности} = \frac{\text{Чистая прибыль (после выплаты налогов)}}{\text{Совокупная выручка}}.$$

$$\text{Норма чистой рентабельности компании "Мэркор"} = \frac{18\,005 \text{ долл.}}{614\,906 \text{ долл.}} = \underline{\underline{2{,}9\%}}.$$

Норма чистой рентабельности представляет собой прибыль в относительном измерении как процентное отношение к выручке, и поскольку эта норма изменяется вслед за изменениями затрат, то она также отражает степень контроля, который менеджеры компании имеют над структурой затрат. Отметьте, что коэффициент чистой рентабельности компании "Мэркор" со-

ставлял в 1989 г. 2,9%, т.е. доход от продаж приблизительно составлял 3 цента на доллар. Хотя эта величина в общем несколько ниже средней для всех американских корпораций, но норма чистой рентабельности, составляющая 3%, является все-таки хорошим (т.е. *выше* среднего) показателем для компании, производящей одежду.

Норма доходности активов. Как показатель прибыльности *норма доходности активов* (или доходности всего инвестированного капитала. — *Прим. науч. ред.)* учитывает количество ресурсов, необходимых для обеспечения деятельности компании. Норма доходности активов (известная в мире как *ROA*) отражает эффективность управления, направленного на создание прибылей с имеющимися у компании активами, и, возможно, является наиболее значимым показателем доходности. Норма доходности активов рассчитывается следующим образом:

$$\text{Норма доходности активов } (ROA) = \frac{\text{Чистая прибыль (после выплаты налогов)}}{\text{Совокупные активы}}.$$

$$ROA \text{ компании “Мэркор”} = \frac{18\,005 \text{ долл.}}{338\,620 \text{ долл.}} = 5{,}3\%.$$

Вследствие того, что норма чистой рентабельности и продуктивность использования активов (коэффициент оборачиваемости совокупных активов) являются компонентами *ROA**, то он воссоздает ясную картину эффективности управления компанией, а также общей выгодности размещения ее ресурсов и правильности принятия инвестиционных решений. В случае с компанией "Мэркор индастриз" доходность активов составляла в 1989 г. 5,3%. Как правило, чем выше величина *ROA*, тем больше прибылей способна получить компания в перспективе.

Норма доходности собственного капитала. *Норма доходности собственного капитала (ROE)* как показатель общей прибыльности компании отражает величину успеха компании в управлении своими активами, операциями и структурой капитала. Опытные инвесторы пристально отслеживают *ROE* из-за его прямой связи с прибылями, ростом и дивидендами компании. Норма доходности собственного капитала, или доходности инвестиций *(ROI)***, как иногда называют этот коэффициент, позволяет измерить норму прибыли акционеров компании путем соотнесения прибылей с акционерным капиталом.

$$\text{Норма доходности собственного капитала } (ROE) = \frac{\text{Чистая прибыль (после выплаты налогов)}}{\text{Акционерный капитал}}.$$

* Речь идет о всемирно известной взаимосвязи коэффициентов — составной части методики финансового анализа по системе "Дюпон". Норма доходности активов равна произведению оборачиваемости активов и нормы чистой рентабельности реализации. Исследуя эту взаимосвязь на фактических данных многих компаний, аналитики корпорации "Дюпон" обнаружили, что их конкуренты на мировых рынках делятся на группм в соответствии с тем, где именно в этой формуле ими сделан акцент. На одних рынках компании добиваются роста доходности активов за счет роста их оборачиваемости, на других, напротив, за счет роста рентабельности. *(Прим. науч. ред.)*

** Доходность инвестиций *(ROI)* традиционно рассчитывают как отношение чистой прибыли ко всем активам, а не к собственному капиталу, и поэтому *ROI* применяют как аналог доходности активов *(ROA)*, а не *ROE*. *(Прим. науч. ред.)*

$$ROE \text{ компании "Мэркор"} = \frac{18\ 005 \text{ долл.}}{199\ 951 \text{ долл.}} = \underline{\underline{9{,}0\%}}.$$

В значительной мере *ROE* является развитием коэффициента *ROA*, поскольку он вводит решения компании о финансировании операций в показатель оценки прибыльности; иными словами, он выявляет степень, в которой механизм финансового рычага способен увеличить доходы акционеров. *ROE* показывает ежегодный приток прибылей акционерам, которые для акционеров компании "Мэркор" составляют около 9% на каждый доллар собственного капитала. Общее правило для инвестора состоит в поиске компаний с высоким или растущим показателем *ROE*; и, напротив, инвестору рекомендуется опасаться компаний со снижающимся *ROE*, поскольку со временем это может привести к ряду серьезных проблем.

Коэффициенты ликвидности обыкновенных акций

Существует ряд коэффициентов, характеризующих ликвидность обыкновенных акций, к ним относятся так называемые коэффициенты состояния рынка акций, которые преобразовывают ключевую информацию о компании, выражая ее в расчете на одну акцию. Коэффициенты используются в анализе деятельности компании в целях оценки стоимости акций. Эти коэффициенты позволяют инвестору увидеть, какая доля совокупной прибыли, дивидендов и собственного капитала компании приходится на каждую акцию. К популярным коэффициентам группы "прибыль на акцию" относятся: "кратное прибыли", "кратное выручке за реализованную продукцию", дивиденды на одну акцию, текущая доходность акций, коэффициент дивидендных выплат и балансовая стоимость акции.

Коэффициент "кратное прибыли". Этот показатель является развитием коэффициента "прибыль на акцию" и используется для определения того, как фондовый рынок оценивает обыкновенную акцию определенной компании. ***Коэффициент "кратное прибыли"***, или курс к прибыли (*P/E*), связывает прибыль на одну акцию компании (*EPS*) с рыночным курсом одной обыкновенной акции:

$$\text{Коэффициент "кратное прибыли" } (P/E) = \frac{\text{Рыночный курс обыкновенной акции}}{\text{Прибыль на одну акцию}}.$$

Для расчета коэффициента "кратное прибыли" необходимо прежде всего подсчитать прибыль на акцию (*EPS*). Используя формулу ***прибыли на одну акцию***, приведенную в предыдущей главе, получаем *EPS* для компании "Мэркор" за 1989 г.:

$$\text{Прибыль на одну акцию } (EPS) = \frac{\text{Чистая прибыль (после выплаты налогов) − − Дивиденды на привилегированные акции}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}.$$

$$EPS \text{ компании "Мэркор"} = \frac{18\ 005 \text{ долл.} - 0 \text{ долл.}}{8601 \text{ шт.}} = \underline{\underline{2{,}09 \text{ долл.}}}$$

В этом случае совокупная чистая прибыль компании, составившая 18 млн. долл., преобразована в 2,09 долл. прибыли на *каждую акцию*, находящуюся

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Использование коэффициента "кратное выручке" для выявления акций, которых следует избегать

Новые теории о том, как следует оценивать акции, продолжают рождаться и умирать довольно регулярно. Бо́льшая их часть не оставляет за собой никакого следа. Однако один довольно простой подход, который просматривается в работе некоторых экспертов и менеджеров фондового портфеля, состоит в использовании коэффициента "кратное выручке", или сокращенно *PSR*. Этот коэффициент "выигрывает особый приз" как средство выявления невыгодных инвестиций. Вследствие относительной простоты вычисления и применения этого коэффициента он подходит многим инвесторам, которые хотят избежать "инвестиционных катастроф". Не следует, однако, забывать, что для рядовых инвесторов этот показатель не так эффективен при выборе акций для приобретения, как в случае решения вопроса о том, какой покупки лучше избегать.

Коэффициент "кратное выручке" рассчитывается подобно коэффициенту "кратное прибыли", за исключением того, что вместо сравнения курса акций компании с прибылью на акцию за предыдущие 12 месяцев курс акции сопоставляется с объемом продаж компании в расчете на акцию. Сторонники данного коэффициента утверждают, что он особенно хорошо помогает в оценке акций компаний, имеющих небольшую, нулевую или неустойчивую прибыль. В этих случаях расчет коэффициента "кратное прибыли" *(P/E)* не имеет никакого смысла или способен ввести в заблуждение, в то время как коэффициент "кратное выручке" способен нарисовать довольно реалистичную картину даже для периодов получения нетипично высокой прибыли. Как коэффициент "кратное прибыли" *(P/E)*, так и коэффициент "кратное выручке" *(PSR)* измеряют популярность данного выпуска* акции. Стоит инвесторам определить акции, уже завоевавшие популярность или не завоевавшие ее, как они уже могут принимать решения, следовать ли им в одном направлении со всеми инвесторами или в другом направлении.

* Так, "кратное прибыли" показывает, сколько инвестор согласен заплатить за право получить 1 долл. чистой прибыли данной компании. Так как у компании "Мэркор" коэффициент *P/E* равен 15,1, это значит, что инвесторы за 1 долл. чистой прибыли этой компании согласны платить 15 долл., покупая ее акции. Чем выше *P/E* компании, тем привлекательнее в глазах инвесторов ее ценные бумаги. *(Прим. науч. ред.)*

в обращении. Имея показатель *EPS* и данные о текущем рыночном курсе акции (допустим, что акция продается в настоящее время по курсу $31^1/_2$), можно определить коэффициент "кратное прибыли" для компании "Мэркор":

$$P/E = \frac{31{,}50 \text{ долл.}}{2{,}09 \text{ долл.}} = \underline{\underline{15{,}1}}.$$

Таким образом, акция продается по курсу, приблизительно 15-кратному чистой прибыли, полученной в 1989 г. Показатели "кратное прибыли" *(P/E)* широко используются в финансовой прессе и являются существенным компонентом многих моделей оценки акций.

Коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию" ***(PSR)***. *Коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию" (PSR),* если говорить просто, соотносит объем продаж в расчете на одну акцию с рыночным курсом обыкновенной акции компании. Этот показатель привлек к себе

Один из наиболее искренних сторонников использования коэффициента "кратное выручке" Кеннет Л. Фишер убежден, что средство работает лучше, когда оно в руках у инвесторов, действующих по принципу "от противного" и стремящихся избежать акций, которые уже приобрели популярность и курс которых вряд ли вырастет столь заметно, как у акций уже непопулярных. «Не тратьте свое время на проведение фундаментального анализа по акциям, имеющим высокий коэффициент "кратное выручке", так как у них уже нет шансов», — заявляет г-н Фишер, возглавляющий "Фишер инвестмент" в г. Берлингейм (шт. Калифорния). Г-н Фишер призывает инвесторов ограничить свои поиски акциями, имеющими низкие коэффициенты "кратное выручке", и лишь затем использовать фундаментальный анализ для принятия решений о приобретении. Г-н Фишер предлагает классификацию акций с высокими коэффициентами "кратное выручке" по трем категориям: акции малых растущих высокотехнологичных компаний, чей коэффициент "кратное выручке" превышает 3; акции фирм, имеющих многомиллиардную выручку за реализованную продукцию, или компаний с низким темпом развития, коэффициент "кратное выручке" которых составляет более 0,80; и наконец, акции компаний с низкой рентабельностью, чей коэффициент "кратное выручке" выше 0,12.

Выбор акций для покупки, основанный на критерии низких коэффициентов "кратное выручке", — это намного более рискованное предприятие, требующее дополнительного анализа. Одна из трудностей состоит в том, что компании с низкими коэффициентами *PSR* порой имеют опасно высокие уровни заемного капитала. Один урок, полученный в 1984 г., дорого стоил г-ну Фишеру: тогда две из рекомендованных им компаний — "Сторэдж текноледжи" и "Чартер компани" — попали в реестр банкротов. Вместе с тем менеджеры портфелей инвестиций клиентов, способные провести анализ балансов и других решающих финансовых данных, считают данный коэффициент полезным при принятии решений о приобретении акций. Джеймс М. Гэннон из "Мэдисон инвестмент эдвайзерз" говорит, что коэффициент "кратное выручке" помогает ему определить компании, получающие прибыль ниже средней от огромного объема продаж. Он заявляет: «Обнаружив компанию с низким коэффициентом "кратное выручке", вы получаете простор для дальнейшей работы».

Источник: Dean Rotbart "Price-to-Sales Ratios Are Gaining Prominence as a Handy Tool to Avoid Poor Investments", *The Wall Street Journal,* November 26, 1984, p. 53.

большое внимание в начале 80-х годов, когда его сочли достаточно удобным средством определения *переоцененных* акций или акций, которых следовало бы *избегать* инвестору. Как более подробно объясняется во вставке "Проницательному инвестору", основополагающий принцип для этого коэффициента сводится к тому, что, чем *ниже* коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию", тем *менее* вероятно, что акции будут переоценены. Данный коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию" } (PSR) = \frac{\text{Рыночный курс обыкновенной акции}}{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию в расчете на акцию}}.$$

Для расчета годовой выручки за реализованную продукцию на одну акцию следует просто разделить величину годовой выручки от реализации на количество обыкновенных акций в обращении:

Годовая выручка за реализованную продукцию на одну акцию =

$$= \frac{\text{Годовая выручка за реализованную продукцию}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}.$$

Годовая выручка за реализованную продукцию на одну акцию компании "Мэркор" =

$$= \frac{606\ 610\ \text{долл.}}{8601\ \text{шт.}} = \underline{\underline{70{,}53\ \text{долл.}}}$$

Коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию" =

$$= \frac{31{,}50\ \text{долл.}}{70{,}53\ \text{долл.}} = \underline{\underline{0{,}45}}.$$

При текущем рыночном курсе 31,50 долл. обыкновенные акции "Мэркор" продаются с кратным, равным менее чем половине объема продаж 1989 г. в расчете на акцию. При подобных обстоятельствах это следует расценивать как достаточно низкий коэффициент "курс/выручка", а сами акции — как ценные бумаги со скрытым потенциалом игровых операций на фондовом рынке.

Дивиденды на одну акцию. Используемый здесь принцип аналогичен тому, который применяется при расчете прибыли на акцию (*EPS*): перевести общую сумму дивидендов, выплачиваемых компанией по обыкновенным акциям, "на язык" одной акции. (*Примечание.* Если показатель дивидендов, выплаченных по обыкновенным акциям, не представлен в отчете о прибылях и убытках, то его можно найти в отчете о движении денежных средств в табл. 7.4.) ***Дивиденды в расчете на акцию*** определяются следующим образом:

Дивиденды в расчете на акцию =

$$= \frac{\text{Годовые дивиденды, выплачиваемые по обыкновенным акциям}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}.$$

$$\text{Дивиденды в расчете на акцию компании "Мэркор"} = \frac{6896\ \text{долл.}}{8601\ \text{шт.}} = \underline{\underline{0{,}80\ \text{долл.}}}$$

За 1989 финансовый год "Мэркор индастриз" выплатила дивиденды в размере 80 центов на акцию, или по квартальной ставке 20 центов на акцию. Как следует из предыдущей главы, дивиденды на акцию можно сопоставить с рыночным курсом акций для определения *текущей доходности акции*: 0,80 долл./31,50 долл. = 2,5%.

Коэффициент выплаты дивидендов. Другой важный измеритель дивидендов — это ***коэффициент выплаты дивидендов.*** Он указывает долю чистой прибыли, выплаченной акционерам в форме дивидендов. Эффективно управляемые компании устанавливают плановые или целевые величины коэффициента выплаты дивидендов, которых они стремятся достичь, поэтому в случае если прибыли начинают расти, то начинают увеличиваться и дивиденды. Данный коэффициент вычисляется согласно формуле

$$\text{Коэффициент выплаты дивидендов} = \frac{\text{Дивиденды в расчете на акцию}}{\text{Прибыль на акцию}}.$$

$$\text{Коэффициент выплаты дивидендов компании "Мэркор"} = \frac{0{,}80\ \text{долл.}}{2{,}09\ \text{долл.}} = \underline{\underline{0{,}38}}.$$

В 1989 г. компания "Мэркор индастриз" использовала на выплату дивидендов около 38% прибыли. Этот показатель достаточно типичен, поскольку большинство компаний, выплачивающих дивиденды, имеет тенденцию распределять приблизительно от 40 до 60% своей чистой прибыли в виде дивидендов.

Балансовая стоимость акции. Последним коэффициентом, характеризующим капитал компании в виде обыкновенных акций, является *балансовая стоимость акции* — показатель, связанный с акционерным капиталом. В сущности, балансовая стоимость есть просто еще один термин для обозначения собственного капитала компании (собственного капитала акционеров). Она представляет собой разницу между совокупными активами и всеми обязательствами. Балансовая стоимость в расчете на акцию исчисляется следующим образом:

$$\text{Балансовая стоимость акции} = \frac{\text{Акционерный капитал}}{\text{Количество акций в обращении}}.$$

$$\text{Балансовая стоимость акции компании "Мэркор"} = \frac{199\ 951\ \text{долл.}}{8601\ \text{шт.}} = \underline{\underline{23{,}25\ \text{долл.}}}$$

Вполне вероятно, что акция должна продаваться дороже балансовой стоимости (так и обстоит дело у компании "Мэркор"). Если дело обстоит иначе, то это может свидетельствовать о серьезных проблемах компании в отношении ее перспектив и прибыльности. Удобным средством сопоставления балансовой стоимости компании с рыночной стоимостью ее акций представляется *коэффициент "курс/балансовая стоимость акции", или "кратное балансовой стоимости"*:

$$\text{Коэффициент "курс/балансовая стоимость акции"} = \frac{\text{Рыночный курс обыкновенной акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}.$$

$$\text{Коэффициент "курс/балансовая стоимость акции" компании "Мэркор"} = \frac{31{,}50\ \text{долл.}}{23{,}25\ \text{долл.}} = \underline{\underline{1{,}35}}.$$

Данный коэффициент, широко используемый инвесторами, демонстрирует, насколько агрессивен механизм ценообразования по данному выпуску акций. Как и в случае с "Мэркор", следует ожидать, что большинство обыкновенных акций имеет величину "кратного балансовой стоимости" больше 1,0 (что просто указывает на то, что акция продается дороже ее балансовой стоимости). В самом деле, на устойчивых рынках, где наблюдается тенденция к повышению спроса и курсов, не так уж редко можно встретить акции, продающиеся по курсам, в два или три раза превышающим их балансовую стоимость. Несомненно, что по мере того, как на рынках станут наблюдаться признаки снижения курсов, то же самое будет происходить и с коэффициентом "кратное балансовой стоимости".

Интерпретируя финансовые коэффициенты

Вместо того чтобы самим рассчитывать все финансовые коэффициенты, большинство инвесторов полагаются на опубликованные отчеты, содержа-

щие соответствующую информацию. Многие крупные брокерские фирмы и финансовые службы публикуют отчеты, подобные тому, пример которого приводится на рис. 7.5. В этих отчетах содержится большое количество исключительно важной информации, изложенной в удобной и легковоспринимаемой форме, а также освобождающей инвесторов от проблем и сложностей самостоятельных расчетов финансовых коэффициентов. Тем не менее инвесторам все-таки приходится оценивать эту информацию. Чтобы увидеть, как это происходит, рассмотрим пример "Мэркор индастриз" и обратимся к табл. 7.6, в которой показаны фактические коэффициенты компании "Мэркор" за 1988 и 1989 гг. и отраслевые средние коэффициенты за 1989 г. Для начала отметим некоторое улучшение ликвидности баланса компании в 1989 г., поскольку коэффициент "покрытия" остался существенно выше отраслевого стандарта. Коэффициенты деловой активности по-прежнему ниже отраслевых стандартов, хотя значения оборачиваемости счетов дебиторов и товарно-материальных запасов улучшились. Оборачиваемость счетов дебиторов почти на 40% ниже отраслевого стандарта. Если подобные отклонения не вызваны особенностями основной деятельности компании, то столь низкое значение данного коэффициента говорит о том, что

ТАБЛИЦА 7.6 Фактические коэффициенты компании "Мэркор" и отраслевые средние коэффициенты

	Фактические показатели компании "Мэркор" 1988 г.	1989 г.	Отраслевые средние для швейной промышленности за 1989 г.
Показатели ликвидности			
Коэффициент "покрытия"	3,10	3,29	2,87
Оборотный капитал нетто (в млн. долл.)	188,7	194,4	Отсутствует
Показатели деловой активности			
Оборачиваемость счетов дебиторов	5,52	5,76	8,00
Оборачиваемость товарно-материальных запасов	3,57	3,69	3,75
Оборачиваемость совокупных активов	1,67	1,79	1,42
Показатели финансового "рычага"			
Коэффициент "квоты собственника"	0,33	0,27	0,49
Коэффициент "покрытия" процентов	4,75	5,50	4,35
Показатели прибыльности			
Операционный коэффициент (в %)	96,6	96,2	96,9
Норма чистой рентабельности (в %)	2,7	2,9	2,7
Доходность активов (в %)	4,6	5,3	3,9
Доходность собственного капитала (в %)	8,2	9,0	7,9
Коэффициенты ликвидности обыкновенных акций			
Прибыль на акцию (в долл.)	1,80	2,09	1,45
"Кратное прибыли" (*P/E*)	16,20	15,10	14,00
"Кратное выручке" (*PSR*)	0,44	0,45	0,68
Дивиденды на акцию (в долл.)	0,70	0,80	0,40
Текущая доходность акций (в %)	2,4	2,5	1,9
Коэффициент выплаты дивидендов (в %)	39,0	38,0	28,0
"Кратное балансовой стоимости акции"	1,33	1,35	1,20

Hartmarx Corp. 1105

NYSE Symbol HMX In S&P 500

Price	Range	P-E Ratio	Dividend	Yield	S&P Ranking	Beta
May 16'89	1989					
25	28 1/4–24	13	1.20	4.6%	A	1.11

Summary

This company is a leading manufacturer and retailer of men's and women's apparel under such well-known names as Hart Schaffner & Marx, Henry Grethel and Hickey-Freeman. Continued expansion through acquisitions and store openings, the addition of new lines, and continued efforts to control costs enhance the long-term earnings potential; however, earnings for fiscal 1989 will be hurt by soft retail sales and higher interest charges.

Current Outlook

Earnings for the fiscal year ending November 30, 1989 should decrease to $1.65 a share from fiscal 1988's $2.03.

The quarterly dividend was raised 9.1% to $0.30 from $0.27 1/2, with the May, 1989 payment.

Net sales for 1989 should advance moderately, reflecting acquisitions, new store openings, and higher apparel manufacturing sales which will offset soft existing store sales. Benefits from cost efficiencies and centralization of retail operations, higher volume of apparel manufacturing sales, and the absence of start-up costs at Henry Grethel may be slightly offset by slower retail sales. Interest charges will be substantially higher.

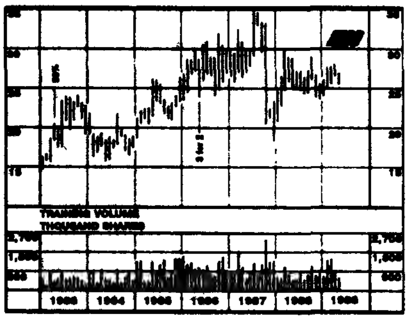
Net Sales (Million $)

Quarter:	1988-9	1987-8	1986-7	1985-6
Feb.	327	302	283	290
May	—	273	248	245
Aug.	—	290	257	253
Nov.	—	310	293	274
	—	1,174	1,080	1,063

Net sales for the three months ended February 28, 1989 rose 8.3%, year to year, reflecting a 10.4% increase in manufacturing sales and a 6.8% rise in retail sales. Margins improved slightly, and pretax income rose 9.9%. After taxes at 38.2%, versus 38.5%, net income rose 10.5%, to $0.50 a share (on 3.9% more shares) from $0.47.

Common Share Earnings ($)

Quarter:	1988-9	1987-8	1986-7	1985-6
Feb.	0.50	0.47	0.54	0.40
May	E0.20	0.44	0.40	0.11
Aug.	E0.20	0.30	0.30	0.18
Nov.	E0.75	0.82	0.77	0.51
	E1.65	2.03	2.01	1.20



Important Developments

May '89— HMX reached an agreement in principle to market apparel under the J.G. Hook Label. In March, 1989 HMX acquired The Biltwell Company, a men's and women's apparel manufacrurer, and in December, 1988 it acquired Raleighs, a specialty retailer in Washington. D.C. Meanwhile, in February HMX announced plans to sell its Country Miss division.

Mar '89— HMX said that it expected higher sales from its existing businesses and acquisitions for the remainder of fiscal 1989. HMX said that fall 1989 advance orders for manufacturing were slightly ahead, year to year, in units, although slower retail sales were affecting current in-stock business. HMX also said that it expected soft retail sales and higher interest charges to adversely affect second-quarter earnings.

Next earnings report expected mid-February.

Per Share Data ($)

Yr. End Nov. 30	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	[1]1981	1980	1979
Tangible Bk. Val.	19.21	18.26	17.59	17.60	16.24	14.60	13.45	12.55	11.69	10.98
Earnings	2.03	2.01	1.20	2.25	2.24	2.03	1.67	1.41	1.17	1.09
Dividends	1.07 1/8	0.98	0.90 3/8	0.85 3/8	0.74 3/4	0.60 3/4	0.53 7/8	0.48 1/2	0.43 1/8	0.39 1/8
Payout Ratio	53%	45%	75%	38%	33%	30%	30%	34%	36%	35%
Prices[2]—High	29 3/4	34 3/4	32	26 1/2	21 7/8	24 1/8	18 1/8	10 3/4	7	6 7/8
Low	20 3/4	18 1/4	23 1/2	18 3/4	15 3/4	14 1/2	8 1/8	6 1/4	4 3/8	4 3/8
P / E Ratio—	15-10	17-9	27-20	12-8	10-7	12-7	11-5	8-4	8-4	6-4

Data as orig. reptd. Adj. for stk. div(s). of 50% May 1986, & 50% stk. exchange Apr. 1983. 1. Reflects merger or acquisition. 2. Cal. yr. E-Estimated.

Standard NYSE Stock Reports
Vol. 56 / No. 100 / Sec. 14

May 24, 1989

Copyright © 1989 Standard & Poor's Corp. All Rights Reserved

Standard & Poor's Corp.
25 Broadway, NY, NY 10004

РИС. 7.5. Пример аналитического отчета, содержащего финансовую статистику

Этот и подобные ему отчеты широко представлены в финансовой периодике и играют важную роль в процессе изучения финансовой деятельности компаний. (*Источник:* Standard & Poor's *NYSE Stock Reports*, May 24, 1989.)

большое количество ресурсов осело на счетах дебиторов, в результате компания лишилась за год миллионов долларов прибыли. Показатель оборачиваемости товарно-материальных запасов, напротив, улучшился в 1989 г., и хотя он все-таки несколько ниже среднеотраслевого, тем не менее не является проблемой для компании. И наконец, оборачиваемость совокупных активов увеличилась в 1989 г. в сравнении с предыдущим годом и заметно превысила среднеотраслевую.

Применение компанией "Мэркор" заемных средств представляется хорошо контролируемым. У компании отмечается тенденция к использованию более низкой доли заемного капитала в ее финансовой структуре, нежели в среднем по швейной промышленности. Способность погасить долги в соответствии с соглашениями отражена в коэффициенте "покрытия" процентных платежей, величина которого выше отраслевого показателя. Прибыльность "Мэркор" также имеет достаточный уровень; нормы рентабельности, доходности активов и доходности собственного капитала улучшились и по-прежнему заметно выше отраслевых. Таким образом, проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что данная компания (возможно, за исключением отношений с дебиторами) является эффективно управляемой и прибыльной. Эти результаты отражены в показателях состояния рынка по обыкновенным акциям компании, которые в значительной мере находятся на уровне или выше средних по отрасли. Безусловно, компания хорошо справлялась со своими делами, менеджеры управляли ею эффективно. Основная проблема заключается в том, сможет ли компания "Мэркор" остаться лидером в своей отрасли и обеспечивать доходность инвестиций выше среднеотраслевого уровня.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Поскольку обыкновенные акции являются популярным инвестиционным инструментом, условием успеха инвестора в значительной мере становится тщательный отбор конкретных выпусков и правильный выбор времени вложения капитала.
- Анализ ценных бумаг компании помогает инвесторам в принятии решения о выборе акций на основе определения их внутренней расчетной стоимости; анализ ценных бумаг состоит из общеэкономического и отраслевого, а также фундаментального анализа.
- Экономический анализ связан с оценкой общего состояния экономики и ее потенциального воздействия на прибыли, получаемые от предлагаемых инвестиций. Экономический анализ, по существу, позволяет представить будущую экономическую среду, с которой столкнется инвестор, и применяется в качестве основы фундаментального анализа.
- В отраслевом анализе инвестор несколько сужает фокус по мере того, как его внимание концентрируется на одной или более отраслях экономики; однако и здесь важно определять перспективность отрасли.
- Фундаментальный анализ предполагает глубокое изучение финансового положения и результатов производственной деятельности компании.

Как только удается оценить фактические прошлые показатели компании, можно сформулировать будущие ожидания в отношении ее акций.

- Фундаментальный анализ исходит из того, что стоимость акции отражает состояние финансовых пропорций компании-эмитента. В соответствии с этим конкурентоспособность компании, ее выручка за продукцию и показатели рентабельности реализации, состав активов и структура капитала составляют исключительно важные переменные.
- Финансовая отчетность является важной частью анализа компаний, являясь базой для его проведения; полный набор финансовых отчетов включает балансовый отчет, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и отчет об изменениях в акционерном капитале.
- Финансовые коэффициенты расширяют перспективу и информационное содержание финансовых отчетов и представляют важную часть фундаментального анализа. Существует пять широких категорий финансовых коэффициентов: ликвидность; деловая активность; финансовая зависимость, или финансовый рычаг; прибыльность и ликвидность обыкновенных акций, каждая из которых предполагает изучение взаимосвязей и пропорций разных статей в рамках одного финансового отчета и статей из разных финансовых отчетов.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Определите три важнейшие части анализа ценных бумаг компании. Почему проведение этого анализа столь важно для процесса выбора акций? Что такое внутренняя (расчетная) стоимость и какую роль она выполняет в анализе ценных бумаг компании?
2. Что такое удовлетворительный инвестиционный инструмент? Каким образом анализ ценных бумаг компании помогает выбирать подобные инструменты?
3. Объясните общую концепцию экономического анализа. Является ли этот тип анализа в действительности необходимым и может ли он помочь инвестору принять решение о выборе акций? Поясните свои соображения.
4. Почему деловой цикл важен при проведении экономического анализа? Дайте определение каждому из пунктов приведенного ниже перечня и ответьте, как каждый из них будет выглядеть в условиях сильной экономики:

   а) налоговая политика;
   б) ставки процента;
   в) промышленное производство;
   г) розничная торговля.
5. Что такое Федеральная резервная система США и какое влияние она оказывает на общее состояние экономики? В чем состоит разница между учетной ставкой Федеральной резервной системы и ставкой процента по федеральным фондам?
6. Кратко опишите каждое из следующих понятий:

   а) валовой национальный продукт;
   б) опережающие индикаторы;
   в) предложение денег, или денежная масса;
   г) цены производителей.
7. Каковы общепризнанные причины инфляции? Какое воздействие оказывает инфляция на обыкновенные акции?

8. Кратко опишите два способа, позволяющие использовать экономический прогноз в выборе инвестиций.

9. Как взаимодействуют рынок акций и экономика? Каким образом данное взаимодействие влияет на экономические перспективы?

10. Что такое отраслевой анализ и в чем его значение? Дайте развернутые ответы.

11. Дайте определение и назовите несколько параметров понятия "отрасль", которые важны для понимания динамики и производственных характеристик; особо отметьте, каким образом результаты экономического анализа участвуют в отраслевом анализе.

12. Каковы четыре этапа отраслевого цикла роста? Какой из этих этапов наиболее подвержен влиянию экономического цикла?

13. Компания "Амхэрст" имеет чистую прибыль в размере 10 млн. долл., годовую выручку за продукцию 150 млн. долл. и 2,5 млн. акций в обращении. Компания выплачивает 1 долл. дивидендов на обыкновенную акцию, и ее акции продаются по курсу 20 долл. за акцию. Располагая данной информацией, определите:

    а) прибыль компании "Амхэрст" на одну акцию *(EPS)*;
    б) выручку за продукцию "Амхэрст" в расчете на одну акцию;
    в) коэффициент "кратное прибыли" для данной компании;
    г) коэффициент "кратное выручке" для данной компании;
    д) коэффициент выплаты дивидендов.

14. Что такое фундаментальный анализ? Оказывает ли эффективность хозяйственной деятельности компании какое-либо влияние на стоимость ее акций? Прокомментируйте свой ответ.

15. Почему инвесторы заинтересованы в изучении прошлых показателей компании, когда их, в сущности, занимает только будущее положение компании?

16. Назовите и кратко обсудите четыре различных вида финансовых отчетов, которые компании регулярно готовят для своих акционеров.

17. Компания "Санбелт солар продактс" получает 2 млн. долл. прибыли при выручке за реализованную продукцию в 28 млн. долл., ее суммарные активы составляют 15 млн. долл. Рассчитайте коэффициент оборачиваемости совокупных активов данной компании и вычислите норму чистой рентабельности. Помимо этого определите для данной компании норму доходности активов *(ROA)*, норму доходности собственного капитала *(ROE)*, а также балансовую стоимость одной акции, если общая сумма собственного капитала компании составляет 6 млн. долл. и она имеет 500 000 акций в обращении.

18. В чем состоит анализ коэффициентов? Опишите роль и значение анализа коэффициентов для изучения финансового положения компании и результатов ее производственной деятельности.

19. Разбейте на категории коэффициенты, представленные слева, и озаглавьте эти категории, подобрав соответствующие названия, перечисленные справа:

а) коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов;	1) коэффициенты прибыльности;
б) коэффициент "квоты собственника";	2) коэффициенты деловой активности;
в) коэффициент "покрытия";	3) коэффициенты ликвидности;
г) норма чистой рентабельности;	4) коэффициенты финансового рычага;
д) норма доходности активов;	5) коэффициенты ликвидности обыкновенных акций.
е) оборачиваемость совокупных активов;	
ж) "кратное прибыли";	
з) "кратное выручке";	
и) коэффициент "покрытия" процентов по кредитам;	
к) "кратное балансовой стоимости акции";	
л) коэффициент выплаты дивидендов;	

20. Компания "Шэста флауэр" имеет совокупные активы на сумму 10 млн. долл., оборачиваемость активов, равную 2,0 раза, и норму чистой рентабельности 1,5%. Какова доходность активов данной компании? Определите норму доходности собственного капитала *(ROE)*, зная, что 40% активов финансируются за счет акционерного капитала.

21. Сопоставьте прошлые финансовые показатели деятельности компании с отраслевыми стандартами. Кратко объясните роль этих стандартов в анализе финансового положения и результатов деятельности компании.

22. Рассчитайте коэффициенты *P/E* и *PSR*, а также текущую доходность акций компании, имеющей 5 млн. обыкновенных акций в обращении (акции продаются на рынке по курсу 25 долл.), получающей 10% прибыли (после вычета налогов) с годовой выручки за продукцию, равной 150 млн. долл., и имеющей коэффициент выплаты дивидендов, равный 35%.

23. Используя информацию, имеющуюся в вашем университете или в государственной библиотеке, выберите обыкновенные акции *любых* компаний, которые вам понравятся, и определите для возможно большего числа акций коэффициенты прибыльности, деловой активности, использования финансового "рычага" и ликвидности акций. Рассчитайте коэффициенты за последний финансовый год, информацией по которому вы располагаете. (*Примечание.* Обсудите все произведенные вами расчеты.)

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

7.1. Некоторые финансовые коэффициенты помогают по-новому взглянуть на положение дел в компании

Джэк Симмз проживает в г. Браунфилд, шт. Техас; он — преуспевающий фермер и бизнесмен, а также владелец внушительного портфеля обыкновенных акций, что, по его убеждению, является причиной тщательно проведенного им анализа каждой акции, в которую он инвестировал свои средства. По словам Джэка: "В таких вещах никто не может быть слишком осторожным! Когда бы я ни собирался инвестировать свои средства в акцию, можете не сомневаться, что сначала я разузнаю все что только можно о компании". Джэк предпочитает самостоятельно рассчитывать коэффициенты, даже несмотря на то, что он может позволить себе приобрести профессионально подготовленные аналитические справочники или получить отчеты у своего брокера, не прибегая к каким-либо затратам. (В сущности, его брокер Билли Боб Смит уже много лет оказывает ему услуги подобного рода.)

Некоторое время назад Джэк стал присматриваться к акциям, выпущенным в небольшом количестве одной из компаний химической отрасли. Эта компания, "Сауз плейнз кэмикел", занимает серьезное положение в отрасли, производящей химические удобрения. Джэк прекрасно осведомлен о деятельности компании. Совсем недавно он получил копии последних финансовых отчетов компании (их резюме приводится ниже) и принял решение более подробно познакомиться с ее деятельностью.

Балансовый отчет (в тыс. долл.)

Денежные средства	1 250		
Счета дебиторов	8 000	Текущие обязательства	10 000
Товарно-материальные запасы	12 000	Долгосрочный долг	8 000
Оборотные активы	21 250	Акционерный капитал	12 000
Основные средства и прочие активы	8 750		
Итого активы	30 000	Итого обязательства и капитал	30 000

Отчет о прибылях и убытках (в тыс. долл.)

Выручка за реализованную продукцию	50 000
Себестоимость реализованной продукции	25 000
Операционные затраты	15 000
Прибыль от основной деятельности	10 000
Затраты на выплату процентов	2 500
Налоги на прибыль	2 500
Чистая прибыль	5 000

Примечание. Дивиденды, выплаченные по обыкновенным акциям (в тыс. долл.)	1 250
Количество акций в обращении	5 млн. шт.
Последний рыночный курс обыкновенной акции	25

Вопросы

1. Рассчитайте следующие коэффициенты, используя данные компании "Сауз плейнз кэмикел".

	Последние среднеотраслевые показатели
Ликвидность	
а) оборотный капитал нетто	Отсутствует
б) коэффициент "покрытия"	1,95
Деловая активность	
в) оборачиваемость счетов дебиторов	5,95
г) оборачиваемость товарно-материальных запасов	4,50
д) оборачиваемость совокупных активов	2,65
Использование финансового "рычага"	
е) коэффициент "квоты собственника"	0,45
ж) коэффициент "покрытия" процентов	6,75
Прибыльность	
з) операционный коэффициент	85,0%
и) норма чистой рентабельности	8,5%
к) норма доходности активов	22,5%
л) норма доходности собственного капитала	32,2%
Коэффициенты ликвидности обыкновенных акций	
м) прибыль на акцию	2,00 долл.
н) "кратное прибыли" *(P/E)*	20,0
о) "кратное выручке" *(PSR)*	3,0
п) дивиденды на акцию	1,00 долл.
р) текущая доходность акций	2,5%
с) коэффициент выплаты дивидендов	50,0%
т) балансовая стоимость обыкновенной акции	6,25 долл.
у) "кратное балансовой стоимости акции"	6,4

2. Сравните рассчитанные вами коэффициенты компании со среднеотраслевыми показателями. В чем заключаются сильные стороны компании? Каковы ее слабые стороны?
3. Какова ваша общая оценка компании "Сауз плейнз кэмикел"? Как вы думаете, стоит ли Симмзу продолжать оценку акций? Объясните свою позицию.

7.2. Дорис изучает перспективу инвестирования в акции автомобильной компании

Дорис Пур — молодая, активно занимающаяся бизнесом женщина. Она живет в Чикаго, где владеет и управляет салоном мод, имеющим большой успех. Дорис сама управляет собственным скромным, но быстрорастущим портфелем инвестиций, состоящим преимущественно из обыкновенных акций с высоким рейтингом. Поскольку она молодая и незамужняя, у нее нет жестких целевых установок, и поэтому Дорис инвестировала свои средства преимущественно в акции, которые сулили заманчивую перспективу дохода от прироста вложенного капитала. Недавно брокер порекомендовал Дорис выпущенные в обращение акции автомобильной компании и выслал для изучения некоторую литературу и аналитические отчеты. Среди отчетов был один, подготовленный брокерской фирмой, с которой у Дорис уже были контакты. В отчете содержались современный обзор экономики, развернутое исследование по автомобильной промышленности и не менее полный рассказ о нескольких автомобильных компаниях (включая рекомендованную). Дорис глубоко убеждена в необходимости изучения финансовой деятельности компании и достоинств акций до принятия решения об инвестициях.

Вопросы

1. Дорис регулярно следит за состоянием экономики. В настоящее время большинство экономистов соглашаются с мнением о том, что экономическая ситуация стабильна, а позиции промышленного производства по-прежнему сильны. Какую еще информацию об экономической ситуации, по вашему мнению, Дорис найдет полезной при оценке акций автомобильной компании? Подготовьте подробный перечень. Каковы три наиболее важных экономических вопроса (в вашем перечне)? Объясните свою позицию.
2. В связи с исследованием автомобильной промышленности кратко охарактеризуйте важность каждого из перечисленных ниже понятий:

   а) автомобильный импорт;

   б) объединенный союз работников автомобильной промышленности;

   в) процентные ставки;

   г) цена галлона газа для автомобилей.
3. Ниже приведены разнообразные финансовые коэффициенты и показатели по одной из автомобильных компаний и ее акциям; однако они недостаточно полны, поэтому требуется рассчитать некоторые дополнительные показатели. Вот эти данные:

Норма рентабельности	15%
Совокупные активы	250 млн. долл.
Прибыль на акцию	3,00 долл.
Коэффициент оборачиваемости совокупных активов	1,5
Оборотный капитал нетто	75 млн. долл.
Коэффициент выплаты дивидендов	40%
Текущие обязательства	75 млн. долл.
Коэффициент "кратное прибыли"	12,5

   Располагая данной информацией, рассчитайте следующие показатели:

   а) выручка за реализованную продукцию;

   б) чистая прибыль (после выплаты налогов);

   в) коэффициент "покрытия";

   г) рыночный курс акции;

   д) текущая доходность акции.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Dreman, David. "The Glories of Low-P/E Investing". *Forbes*, June 27, 1988, pp. 172—173.

Fredman, Albert J., and Cameron P. Hum. "Reading Small-Cap Companies". *Personal Investor*, March 1986, pp. 50—54.

Harris, Anne. "Looking Beyond P/E Ratios". *Personal Investor*, September 1987, pp. 52—57.
Hector, Gary. "Cute Tricks on the Bottom Line". *Fortune*, April 24, 1989, pp. 193—200.
Hedberg, Augustin. "Oops' Your Stock's in the News". *Money*, June 1988, pp. 119—122.
Nasar, Sylvia. "How to Spot a Recession". *Fortune*, March 28, 1988, pp. 63—68.
Rock, Andrea. "Cash Flow Can Be The Investor's Best Guide to a Stock's True Worth". *Money*, March 1989, pp. 161—162.
Sivy, Michael. "How to Spot a Cheap Stock". *Money*, August 1987, pp. 131—132.
Updegrave, Walter L. "To Keep Profits on a Roll, Stay Tuned to the Business Cycle". *Money*, May 1989, pp. 169—172.
Wiener, Daniel P. "Overlooked and Undervalued". *U.S. News & World Report*, September 12, 1988, pp. 63—64.

Глава 8

Оценка обыкновенных акций, технический анализ рыночной конъюнктуры и эффективные рынки капитала

Изучив эту главу, вы сможете:

- Объяснить, какую роль знание перспективы компании играет в оценке стоимости ее акций, и построить прогноз потока денежных средств компании, включая будущие дивиденды и прогноз возможных изменений курса ее акций.
- Понять концепцию внутренней стоимости акций и возможности ее использования как критерия в принятии решений о целесообразности инвестиций в обыкновенные акции.
- Применять широко известные модели оценки стоимости акций, в которых учитывается как ее ожидаемая доходность, так и возможный риск.
- Понять приемы технического анализа фондового рынка, включая анализ акций и процесс их выбора.
- Выяснить смысл теории эффективного рынка и ее роль в оценке стоимости ценных бумаг компании.
- Разобраться в наиболее существенных изменениях, которые наблюдаются на фондовом рынке, включая растущую роль поглощений и выкупа компаний на основе заемных средств, а также программной торговли ценными бумагами компаний.

Сколько вы согласны заплатить за акции определенной компании? Над этим совсем не простым вопросом серьезно размышляют многочисленные инвесторы с тех пор, как началась торговля обыкновенными акциями. Конечно, ответ на этот вопрос зависит от того, какую доходность инвестиций вы хотели бы иметь и какой уровень риска вы предвидите в операциях с обыкновенными акциями. Данная глава посвящена анализу стоимости акций, весь процесс их оценки будет рассмотрен подробно.

В гл. 7 уже были показаны некоторые аспекты анализа ценных бумаг: общеэкономический и отраслевой анализ, а также приемы фундаментального анализа самого эмитента. Теперь нам предстоит рассмотреть процесс оценки перспектив компании и ожидаемой доходности ее акций. Только после этого мы сможем завершить процесс оценки стоимости акций и показать, как на основе этих результатов можно принимать решения о привлекательности обыкновенных акций как инструментов инвестиций. Наконец, в этой главе будут рассмотрены идеи, которые, по существу, бросают серьезный вызов традиционному анализу ценных бумаг. К ним относят идеи сторонников теории эффективного рынка, считающих, что традиционный анализ — это не более чем увлекательное упражнение.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ КРИТЕРИЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЕШЕНИЯ

Оценка стоимости акций — *это процесс определения внутренней стоимости акции на основе ожидаемого риска и предполагаемой доходности.*

Определение критерия, который может быть использован для принятия решения об инвестиционной привлекательности конкретного выпуска акций компании, составляет цель **оценки стоимости** акций. Таким критерием выступает внутренняя, или расчетная, стоимость акций, так как она основана на измерении возможного риска и предполагаемой доходности ценных бумаг. Вопрос о том, является ли данная акция переоцененной или недооцененной рынком, решается на основе сравнения текущего курса акции и ее внутренней стоимости. В каждый конкретный момент времени курс обыкновенных акций зависит от ожиданий инвестора по поводу будущей динамики доходов, которые он может получить от них. Если, по мнению инвестора, перспективы компании в целом и динамики доходности ее акций благоприятны, курс акций, скорее всего, возрастет; если же ситуация ухудшается, то курс акций, скорее всего, снизится. Рассмотрим сначала самый главный элемент процесса оценки стоимости акций — *оценку перспектив компании.*

Оценка перспектив компании

В предыдущих главах уже шла речь о том, как анализировать прошлые фактические тенденции развития компании и показатели доходности ее акций. Однако совершенно очевидно, что самое главное — это *не прошлые процессы* в компании, а, напротив, ее *будущее.* Важнейшая задача анализа прошлых тенденций заключается в том, чтобы составить представление о возможных тенденциях и показателях доходности в будущем. Безусловно, фактические, имевшие место в прошлом, ситуации помогают в оценке будущего. При прочих равных условиях прошлые тенденции компании не обязательно повторятся в будущем, но они показывают исследователю сильные и слабые стороны этой компании. Например, можно составить представление о том,

какова была ситуация на рынках сбыта продукции этой компании, о ее конкурентоспособности, финансовом состоянии и о том, насколько успешно ее менеджеры выходят из трудных ситуаций. Иначе говоря, анализ прошлого компании выявляет, насколько хорошо компания развивалась прежде и, что еще более важно, насколько прочны ее позиции в будущем. Анализ прошлых тенденций компании можно рассматривать как процедуру оценки ее менеджмента: если все, что сделано управляющими в достижении роста и укреплении конкурентоспособности компании в прошлом, удачно, им можно дать высокую оценку. Еще раз подчеркнем, что если компания развивалась в прошлом успешно, тогда исследователь сможет точнее оценить ее будущее.

Так как *стоимость акций основана на их будущей предполагаемой доходности*, то непосредственная задача инвестора состоит в том, чтобы использовать прошлые фактические данные для оценки и прогноза важнейших будущих финансовых показателей компании. Действуя таким образом, инвестор может получить представление о финансовом состоянии компании в будущем, а значит, и о целесообразности инвестиций в ее акции. Во всей процедуре оценки будущих показателей компании наиболее важными шагами являются оценка величины дивидендов и оценка динамики курса акций. В данном тексте мы будем исходить из предположения о том, что дивиденды и прирост капитала в равной мере важны для инвестора как формы дохода.

Прогноз сбыта и прибылей

Ключом к такому прогнозу являются показатели будущей динамики *компании в целом*, а среди них наиболее важны оценки объемов сбыта и норм чистой рентабельности (коэффициент, выражающий соотношение чистой прибыли и валовой выручки. — *Прим. науч. ред.*). Один из способов построения прогноза сбыта заключается в предположении о том, что компания будет функционировать так же, как и в прошлом, и поэтому необходимо просто экстраполировать ее прошлые тенденции. Например, если в прошлом объемы реализации продукции у компании росли на 10% ежегодно, при таком подходе к прогнозированию можно предположить, что и в будущем они будут расти именно этим темпом. Конечно, если имеются какие-то данные общеэкономического или отраслевого характера о том, что объемы сбыта у компании будут расти быстрее или, наоборот, медленнее, чем в прошлом, прогноз должен быть скорректирован. Скорее всего, этот наивный, упрощенный подход к прогнозированию будет столь же эффективен, сколь и прогнозы, составленные на базе более сложных методов. Как правило, прогноз объемов сбыта охватывает период от одного до трех лет; попытка продлить его за эти пределы ведет к росту неопределенности и резко снижает качество прогноза.

Однако если прогноз сбыта уже сделан, можно переключить внимание на показатели рентабельности. Инвестора обычно интересует, какую прибыль он может ожидать от прогнозных объемов сбыта. В рамках принятого нами упрощенного подхода к прогнозированию можно использовать средние показатели рентабельности, которые преобладали у компании в прошлом; и, конечно, эти показатели должны быть скорректированы в случае, если мы предвидим возникновение каких-то новых процессов общеэкономического или отраслевого характера. Для прогнозирования инвесторы мо-

гут использовать такие источники информации о выручке компании и ее прибылях, как финансовая отчетность самой компании и отраслевые обзоры, которые готовят аналитические агентства (как, например, "Вэлью Лайн") или финансовая пресса (например,"Форбс").

Имея прогноз сбыта и оценки будущих норм рентабельности компании, можно объединить эти данные, чтобы получить оценку чистой прибыли:

$$\text{Будущая чистая прибыль компании в году } t = \text{Прогноз сбыта для года } t \times \text{Оценочная норма рентабельности для года } t.$$

Под годом t имеется в виду либо календарный, либо финансовый год компании; это может быть следующий год или любой другой год в ближайшем будущем в рамках разумного горизонта прогнозирования. Допустим, что в последнем отчетном году объем сбыта у компании составил 100 млн. долл., ее выручка за реализованную продукцию растет на 8% ежегодно, а норма чистой рентабельности составляет 6%. Таким образом, предполагаемый объем сбыта следующего года — 108 млн. долл. (100 млн. долл. × × 1,08). Тогда чистая прибыль компании в следующем году будет равна:

$$\text{Предполагаемая чистая прибыль} = 108 \text{ млн. долл.} \times 0{,}06 = \underline{\underline{6{,}5 \text{ млн. долл.}}}$$

Используя этот подход, мы получим оценку чистой прибыли для всех остальных лет.

Прогнозные дивиденды и курсы

Итак, мы получили прогнозные показатели компании, основываясь, конечно, на сделанных допущениях. Теперь мы можем оценить влияние этих данных на показатели доходности для предполагаемых инвесторов. Для этого нам необходимы следующие три показателя:

1. Оценка коэффициента выплаты дивидендов.
2. Количество акций в обращении на конкретную дату.
3. Оценка показателя "кратное прибыли" *(P/E)*.

Для анализа первых двух названных показателей мы можем воспользоваться простой экстраполяцией прошлых тенденций, если у нас нет данных, говорящих об изменениях в этой области. Коэффициенты выплаты дивидендов, как правило, действительно достаточно стабильны, поэтому мы практически не исказим картину, если просто экстраполируем прошлые данные, т.е. используем прошлый фактический коэффициент выплаты дивидендов, а если компания использует политику постоянного дивиденда на акцию, то возьмем последний известный фактический показатель ставки дивиденда. Одновременно можно предположить, что количество акций в обращении у компании не изменится.

Единственный трудный вопрос — это определение будущего коэффициента "кратное прибыли". Это важный показатель, поскольку он существенно влияет на будущий курс акций компании. Напомним, что "кратное прибыли" является функцией от нескольких переменных: 1) темпа роста прибыли; 2) состояния экономики; 3) доли заемного капитала в структуре капитала компании; 4) уровня дивидендов. Как правило, более высокий показатель "кратное прибыли" встречается в случае, когда темп роста прибыли выше, состояние экономики в будущем выглядит оптимистично, а компания ис-

пользует меньше заемного капитала (ведь низкая доля заемного капитала в структуре капитала означает более низкий финансовый риск). Можно также предположить, что компания будет иметь высокий показатель "кратное прибыли", если коэффициент выплаты дивидендов также высок. Однако на практике у многих компаний, имеющих высокие коэффициенты "кратное прибыли", коэффициент выплаты дивидендов на самом деле *низкий*, что объясняется тем, что для ее акционеров гораздо важнее тенденции роста прибыли, чем уровень получаемых дивидендов, особенно если речь идет о компаниях с высокими нормами доходности собственного капитала.

Полезной отправной точкой в оценке прогнозного показателя "кратное прибыли" может стать так называемый ***средний мультипликатор рынка***, который представляет собой просто среднюю показателей "кратное прибыли" для данного фондового рынка. Эта средняя дает представление об общем состоянии фондового рынка и о том, насколько спекулятивны оценки инвесторов в отношении курсов акций на данном рынке. (При прочих равных условиях, чем выше коэффициент "кратное прибыли", тем оптимистичнее оценка состояния рынка инвесторами.) Таблица 8.1 иллюстрирует показатели "кратное прибыли" для выпусков акций, включенных в индекс "Стэндард энд пур'з" за последние 30 лет. Из данных таблицы видно, что эти рыночные мультипликаторы на самом деле изменялись весьма существенно. Используя средний рыночный мультипликатор как некоторый ориентир, инвестор может затем оценить значение показателя "кратное прибыли" для данных акций по отношению к среднему рыночному значению. Иначе говоря, можно определить относительный показатель "кратное прибыли", или относительный коэффициент *P/E*, если разделить показатель "кратное прибыли" данной компании на средний рыночный мультипликатор. Например, если данный выпуск акций в настоящее время имеет показатель "кратное прибыли" на уровне 25, а значение среднего рыночного мультипликатора равно 15, тогда относительный показатель "кратное прибыли" у этих акций составляет *1,67 раза* (25/15). Зная этот относительный показатель, инвестор может получить представление о том, насколько агрессивно рынок оценивает данные акции и какой уровень относительного показателя "кратное прибыли" следует считать нормальным для этих акций. При прочих равных условиях для инвестора желателен высокий относительный показатель "кратное прибыли", так как, чем он выше, тем выше будут курсы этих акций в будущем. Но надо видеть и "оборотную сторону этой медали": чем выше относительный показатель "кратное прибыли", тем больше неустойчивость курсов данных акций.

Относительный показатель "кратное прибыли" — *это мера степени соответствия динамики показателя "кратное прибыли" (P/E) компании динамике среднего рыночного мультипликатора.*

Опираясь на сказанное выше, можно спрогнозировать *будущую* величину показателя "кратное прибыли" для предполагаемого ***временнóго горизонта инвестиций***, т.е. периода, в течение которого мы предполагаем владеть акциями. Например, при использовании существующего показателя "кратное прибыли" как основы расчетов и оценок его надо увеличить, если вы считаете, что средний ***рыночный мультипликатор*** возрастет (так как рынок все более приобретает черты рынка "быков"), а значит, ***относительный показатель "кратное прибыли"*** также возрастет. Оценив коэффициент выплаты дивидендов, количество акций в обращении и коэффициент "кратное прибыли", мы можем теперь определить прогнозный показатель прибыли на акцию:

ТАБЛИЦА 8.1 Средние значения коэффициента "кратное прибыли" за 1960—1989 гг.

Год	Средний показатель*	Год	Средний показатель
1960	17,8	1975	11,7
1961	22,4	1976	11,0
1962	17,2	1977	8,8
1963	18,7	1978	8,3
1964	18,6	1979	7,4
1965	17,8	1980	9,1
1966	14,8	1981	8,1
1967	17,7	1982	10,2
1968	18,1	1983	12,4
1969	15,1	1984	10,0
1970	16,7	1985	13,7
1971	18,3	1986	16,3
1972	19,1	1987	15,1
1973	12,2	1988	12,2
1974	7,3	1989	12,8

Источник: "Statistical Service—Security Price Index Record" агентства "Стэндард энд пур'з" за ряд лет.

* Средние значения коэффициента "кратное прибыли" рассчитаны на основе курсов акций, включенных в индекс "Стэндард энд пур'з 500" в конце соответствующего года, за исключением 1989 г.

$$\text{Оценочный показатель прибыли на акцию } (EPS) \text{ в году } t = \frac{\text{Прогнозная чистая прибыль в году } t}{\text{Количество акций в обращении в году } t}.$$

Из этих данных мы можем рассчитать прогнозный показатель дивиденда на акцию:

$$\text{Ожидаемый дивиденд на акцию в году } t = \text{Оценочный показатель прибыли на акцию в году } t \times \text{Оценочный коэффициент выплаты дивидендов.}$$

Наконец, последний шаг — это оценка будущего курса акций, который можно определить следующим образом:

$$\text{Ожидаемый курс акций в году } t = \text{Оценочный показатель прибыли на акцию в году } t \times \text{Оценочный показатель "кратное прибыли".}$$

Например, если компания имеет 2 млн. обыкновенных акций в обращении и этот показатель не изменится в пределах горизонта инвестирования, тогда, опираясь на ожидаемое значение чистой прибыли 65 млн. долл., которое было рассчитано раньше, можно рассчитать прибыль на акцию в следующем году:

$$\text{Оценочный показатель прибыли на акцию в году } t = \frac{6{,}5 \text{ млн. долл.}}{2 \text{ млн. шт.}} = \underline{\underline{3{,}25 \text{ долл.}}}$$

Используя этот результат (3,25 долл.), а также оценочный коэффициент выплаты дивидендов 40%, рассчитаем дивиденды на акцию в следующем году:

Дивиденды на акцию в следующем году = 3,25 долл. × 0,40 = 1,30 долл.

Конечно, если политика дивидендов компании заключается в *выплате постоянного дивиденда*, то полученный выше результат надо скорректировать, чтобы он отражал действительный уровень дивидендов, которые платит компания с такой дивидендной политикой. Если, например, в компании всегда платили по 1,25 долл. на акцию и такая политика дивидендов будет продолжаться в будущем, тогда в наших оценках будущих дивидендов надо использовать эту цифру (1,25 долл. на акцию). Наконец, если мы предварительно оценили, что акции компании будут продаваться с мультипликатором 17,5, т.е. с "кратным прибыли", равным 17,5, то, следовательно, акции этой компании будут идти по курсу 56 $^7/_8$ в конце следующего года:

Ожидаемый курс акций в конце следующего года = 3,25 долл. × 17,5 = 56,88 долл.

Фактически инвестору важно знать ожидаемый курс акций в конце периода или в конце горизонта инвестиций. Таким образом, если горизонт инвестиций равен одному году, то величина 56 $^7/_8$ и составит ответ на вопрос об ожидаемом курсе. Но если в нашем анализе мы исходили из трехлетнего горизонта инвестиций, или периода владения акциями, то надо будет рассчитать прибыль на акцию для двух следующих лет и повторить все расчеты курса с новыми цифрами. Как мы увидим позже, ожидаемый курс акций — это очень важный показатель, так как от него зависит прирост капитала, составляющий часть доходов на акцию инвестора.

Оценка будущей доходности акций

Перед тем как рассмотреть конкретный пример составления прогноза, перечислим основные шаги, которые необходимо сделать. К ним относятся:

1) прогноз сбыта;
2) оценка нормы чистой рентабельности;
3) определение ожидаемой величины чистой прибыли (по первому уравнению);
4) оценка коэффициента выплаты дивидендов;
5) оценка количества акций в обращении в будущем;
6) оценка показателя "кратное прибыли";
7) расчет ожидаемой прибыли на акцию (по второму уравнению);
8) оценка будущих дивидендов на акцию (по третьему уравнению);
9) определение ожидаемого курса акций (по четвертому уравнению);
10) повторение всех шагов для каждого года в пределах горизонта инвестиций.

Многие из показателей могут быть получены из публикуемых периодических источников или аналитических обзоров, подготовленных крупными брокерскими компаниями. Однако инвесторам следует формировать свое собственное представление и оценки будущего компании и ее ценных бумаг, поэтому они *не могут* полагаться лишь на опубликованные данные и выводы. Если оценки инвестора совпадают с выводами, которые можно обнаружить в названных источниках, значит, сделанный им анализ конкурентоспо-

ТАБЛИЦА 8.2 **Выборочные финансовые данные о компании "Мэркор индастриз" (отчетный год кончается 30 ноября)**

	1982 г.	1983 г.	1984 г.	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1989 г.
Активы (в млн. долл.)	262,8	254,2	220,9	240,7	274,3	318,2	340,5	338,6
Коэффициенты:								
долг к активам (в %)	31	37	31	29	30	33	33	27
оборачиваемость активов	1,73	1,66	1,72	1,81	1,75	1,65	1,67	1,79
Выручка за реализованную продукцию (в млн. долл.)	454,7	422,0	397,9	435,6	480,0	525,0	568,0	606,6
Темп прироста выручки (в %)*	—	–7,2	–5,7	9,5	10,2	9,4	8,2	6,8
Другие доходы (в млн. долл.)	6,8	6,5	6,3	6,0	6,8	7,7	7,1	8,3
Чистая рентабельность реализации (в %)	2,6	0,6	1,1	2,0	3,6	3,0	2,7	2,9
Коэффициент выплаты дивидендов (в %)	36,0	83,0	97,0	38,0	40,0	40,0	39,0	38,0
"Кратное прибыли" (*P/E*)	14,5	6,2	8,3	12,8	9,5	13,6	16,2	15,1
Количество акций в обращении (в млн.)	7,0	7,0	7,1	7,1	8,5	8,6	8,6	8,6

* Годовой темп прироста выручки за реализованную продукцию рассчитан как частное от деления абсолютной величины изменения объема выручки за один год на выручку за реализованную продукцию за предыдущий год. Например, для 1985 г. годовой темп прироста выручки равен 9,5% [(Выручка за 1985 г. – Выручка за 1984 г.)/ Выручка за 1984 г. = (435,6 долл. – – 397,9 долл.)/397,9 долл. = 0,095].

собен с точки зрения его уровня по отношению к данным публикациям. Если оценки инвестора не совпадают с опубликованными, тогда необходимо скорректировать прогнозы, чтобы получить требуемые показатели.

По-прежнему используя гипотетическую компанию "Мэркор", мы можем проиллюстрировать процесс прогнозирования. Прибегая к условному примеру с этой компанией в гл. 7, мы пришли к выводу о позитивном состоянии экономики и швейной промышленности, в которой действует эта условная компания. Также мы увидели, что показатели компании и ее финансовое состояние выглядят устойчивыми как по отношению к ее прошлым данным, так и по отношению к отраслевому стандарту. Поскольку все выглядит благополучно, мы решили заглянуть в будущее этой компании и ее акций. Пусть горизонт инвестиций составляет три года, поскольку это соответствует нашему убеждению в том, что условия экономики и данной отрасли начнут улучшаться в конце этого периода.

В табл. 8.2 собрана фактическая финансовая информация о 8-летнем периоде (который заканчивается в конце 1989 финансового года), и эти данные будут использованы как основа для прогноза. Из табл. 8.2 видно, что, за исключением 1983 и 1984 гг. (которые были чрезвычайными для компании "Мэркор"), компания развивалась стабильно и имела значительный темп роста. Общеэкономический анализ, сделанный в предыдущих главах, приводит нас к выводу о том, что ситуация будет улучшаться. Из наших предыдущих оценок компании и отрасли вытекает также, что и компания, и отрасль хорошо подготовлены к тому, чтобы использовать все возможные

преимущества предстоящего подъема. Таким образом, мы приходим к выводу о том, что темп роста объемов сбыта у компании должен подняться в 1990 г. до 9,5%, затем вследствие некоторого насыщения самого острого спроса на эту продукцию темп роста объемов реализации снизится и составит 9% в 1991 г., а далее, в 1992 г., сохранится на этом же уровне.

Так как все опубликованные данные об отрасли и компании предсказывают рост прибыли, мы будем использовать в нашем прогнозе норму чистой рентабельности, равную 3% в 1990 г. и 3,2% в 1991 г. Наконец, в 1992 г. мы предвидим незначительное падение этого показателя из-за некоторых проблем с производственными мощностями, отмеченных в опубликованных материалах о компании. Допустим также, что компания сможет поддерживать рост активов и объемов финансирования без дополнительного выпуска акций (обыкновенных). Пусть коэффициент выплаты дивидендов будет равен 40% (таким он был на протяжении длительного времени в прошлом, за исключением 1983 и 1984 гг.). Последний элемент — это прогнозный показатель "кратное прибыли" *(P/E)*. Основываясь на предпосылке об устойчивости фондового рынка, а также на ожидаемом росте выручки от сбыта продукции и прибыли, мы можем спрогнозировать, что он вырастет с 15,1 до 17 в 1992 г.

Основные компоненты финансового прогноза представлены в табл. 8.3. Обратите внимание на то, что сначала даны показатели финансового состояния компании, а чистая прибыль рассчитана по алгоритму, описанному выше, затем идет оценка прибыли на акцию. Итоговые данные прогноза — это, безусловно, дивиденды и прирост капитала, которых может ожидать инвестор от акций "Мэркор" на основе сделанных допущений. Как видно из табл. 8.3, дивиденды будут расти примерно на 30 центов на акцию в течение трех лет и курс акций вырастет ориентировочно на 50% — с 31,50 до 47,60 долл. Теперь мы располагаем всеми необходимыми для оценки доходности акций данными и можем приступить к оценке внутренней стоимости акций компании "Мэркор".

ЛОГИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ АКЦИЙ

Для любого момента времени справедливо утверждение, что акции стоят столько, сколько инвесторы хотят за них заплатить. Преобладающий рыночный курс может казаться слишком высоким для одних акций, а для других складывается ситуация торга покупателя и продавца. В этой части главы мы рассмотрим известные модели оценки стоимости акций и методы процесса оценки более подробно, используя условную компанию "Мэркор" и данные прогноза ее финансовых показателей из табл. 8.3.

Процесс оценки стоимости

Оценка стоимости — *это аналитический процесс определения стоимости ценной бумаги на основе ее рисков и доходности.*

Процесс оценки стоимости — это определение инвестором стоимости ценной бумаги на основе концепции риска и доходности, представленной в гл. 5. Этот процесс оценки может быть применен к любому активу, который создает поток денежных средств, будь то акция, облигация, недвижимость или нефтяная скважина. Чтобы определить стоимость актива, надо выяснить некоторые ключевые параметры, включая величину будущего потока денежных средств, график их движения во времени, доходность инвести-

ТАБЛИЦА 8.3 Прогнозные данные компании "Мэркор индастриз"

	Последние фактические	Средние за 5 лет	Прогноз на 1990 г.	Прогноз на 1991 г.	Прогноз на 1992 г.
Темп прироста выручки (в %)	6,8	8,8	9,5	9,0	9,0
Выручка за реализованную продукцию (в млн. долл.)	606,6	N.A.*	664,2**	724,0**	789,2**
+ Другие доходы (в млн. долл.)	8,3	7,2	7,2	7,2	7,2
= Совокупный доход (в млн. долл.)	614,9	N.A.	671,4	731,2	796,4
× Коэффициент чистой рентабельности реализации (в %)	2,9	2,8	3,0	3,2	3,0
= Чистая прибыль (в млн. долл.)	18,0	N.A.	20,1	23,4	24,0
+ Количество обыкновенных акций в обращении (в млн. шт.)	8,6	8,3	8,6	8,6	8,6
= Прибыль на акцию (в долл.)	2,09	N.A.	2,34	2,72	2,80
× Коэффициент выплаты дивидендов (в %)	38,0	39,0	40,0	40,0	40,0
= Дивиденд на акцию (в долл.)	0,80	0,71	0,95	1,10	1,12
Прибыль на акцию (в долл.)	2,09	N.A.	2,34	2,72	2,80
× Коэффициент "кратное прибыли"	15,10	13,45	15,50	16,00	17,00
= Курс акций к концу года (в долл.)	31,50	N.A.	36,25	43,50	47,60

* N.A. — не вычисляется.

** Прогнозный объем выручки за реализованную продукцию: Выручка за *предыдущий* год × Темп прироста выручки = = Увеличение выручки за год. Затем: Увеличение выручки за год + Выручка за *предыдущий* год = Прогнозный объем выручки за год. Например, для 1991 г.: 664,2 долл. × 0,09 = 59,8 долл. + 664,2 долл. = 724,0 млн. долл.

ций. (В анализе ценных бумаг важно не только *какой* доход получит инвестор, но и *когда* он его получит.)

Применительно к обыкновенным акциям процесс оценки их стоимости означает *определение того, сколько они должны стоить*, если исходить из оценки доходности инвестиций для акционера (дивиденды и прирост капитала) и возможного уровня риска. Модели оценки стоимости акций определяют либо ожидаемую доходность, либо внутреннюю стоимость акции, которая в действительности представляет собой так называемый "справедливый курс". Таким путем инвестор получает критерий оценки динамики акций, основанный на *будущих* показателях, и этот критерий может быть использован для принятия решений об инвестиционных достоинствах конкретных акций. Ясно, что, если подсчитанная доходность превышает ставку доходности, которая, по оценкам инвестора, ему гарантирована (т.е. ставку доходности по альтернативным доступным вариантам инвестиций. — *Прим. науч. ред.*), либо если "справедливый курс", или внутренняя стоимость акций, превышает их текущий рыночный курс, данные акции следовало бы рассматривать как привлекательные инструменты инвестирования.

В основном наш анализ компании "Мэркор" был до сих пор нацелен на определение будущих потоков денежных средств. Эти результаты показаны в табл. 8.3, где прогнозный поток денежных средств был отражен как сумма ожидаемого потока и одновременно график его поступления к инвестору (от 95 центов дивидендов в первом году до 1,12 долл. плюс 47,60 долл. в виде дивидендов и курса акции в конце последнего года горизонта инвестиций). Единственный элемент, которого до сих пор не хватает для оценки, — это требуемая доходность акций, которая, по существу, отражает компенсацию за возможный риск вложений именно в эти акции. Так как мы не знаем точно величину *будущего* потока денежных средств, то должны оценивать доходность, используя ставку, которая отражала бы эту неопределенность. Вычисление *требуемой нормы доходности инвестиций* — это неотъемлемый компонент оценки стоимости акций, именно эту норму надо использовать наряду с ожидаемым потоком денежных средств для определения внутренней стоимости акций.

Модели оценки стоимости акций

Некоторые модели оценки, как, например, модель Грэхэма и Дотта, подчеркивают особую роль показателя "кратное прибыли" (*P/E*) в оценке стоимости акций. Другой популярный среди инвесторов подход, который проиллюстрирован во вставке "Проницательному инвестору", основан на балансовой стоимости акции как ключевом инструменте определения недооцененных рынком акций. Помимо этих существуют и другие модели, в которых используются такие переменные, как текущая доходность акций, коэффициент "кратное выручке за реализованную продукцию" (отношение курса к выручке), коэффициент "кратное прибыли" *(P/E)*, объем активов компании, и другие переменные. В данной главе внимание будет сосредоточено на модели, которая не только популярна, но и теоретически обоснована. Она опирается на процедуру анализа, которая называется моделью оценки дивидендов.

Модель дисконтированного потока дивидендов

Внутренняя стоимость любого актива, который предполагается использовать как инструмент инвестиций, равна текущей, или приведенной, стоимости потоков денежных средств, которые этот актив создает для инвестора. Применительно к обыкновенным акциям эта формула оценки означает сумму потоков дивидендов, которые инвестор предполагает получать наличными ежегодно, плюс текущая стоимость курса акции, который сложится в будущем. Еще один способ оценки предстоящих потоков денежных средств от акции заключается в предположении, что дивиденды будут поступать в течение неограниченного или даже бесконечного периода. Такое допущение вполне может быть сделано, поскольку компания всегда рассматривается как, по существу, вечно действующий бизнес. С точки зрения такого подхода *стоимость акции представляет собой приведенную стоимость всех будущих дивидендов, которые инвестор ожидает получить в течение бесконечного периода, или горизонта, инвестиций.* Хотя, продавая акции дороже курса приобретения, инвестор действительно может получить прирост капитала в дополнение к дивидендам, с теоретической точки зрения в этот момент на самом

Модель оценки стоимости дивидендов — *это модель, в которой стоимость акции рассчитывается на базе будущего ожидаемого потока дивидендов.*

деле продается право на все оставшиеся будущие дивиденды. Таким образом, если *текущая* стоимость акции — это функция от потока будущих дивидендов, то *будущая* стоимость акции, или ее будущий курс, также является функцией от потока будущих дивидендов. В таком контексте будущий курс акций вырастет или, наоборот, снизится, если перспектива получения дивидендов (а также требуемой нормы доходности инвестиций) изменится. Подход, в котором стоимость акции рассматривается как функция от потока будущих дивидендов, известен как **модель оценки стоимости дивидендов**.

Самый простой путь описания данной модели состоит в том, чтобы представить себе акции, по которым будут платить постоянные суммы дивидендов (т.е. дивиденды будут оставаться неизменными из года в год), и предполагается, что они останутся неизменными в течение оставшегося периода. При таком допущении стоимость акций компаний, у которых выплачиваемые дивиденды не растут, просто равна *капитализированной стоимости годового дивиденда*. Чтобы найти капитализированную стоимость дивидендов, надо разделить годовой дивиденд на требуемую норму доходности, которая действительно является нормой капитализации. Например, если по акциям выплачивается постоянный дивиденд в 3 долл. и инвестор считает, что требуемая норма доходности должна быть равна 10%, то стоимость такой акции равна 30 долл. (3 долл./0,10). Как видно из примера, единственный параметр потока денежных средств, который используется в этой модели оценки акций, — это годовые дивиденды. Но поскольку годовой дивиденд по этим акциям никогда не меняется, означает ли это, что курс акций никогда не изменится? Конечно, нет! Так как если норма капитализации изменяется, то будет меняться и курс акций. Если, к примеру, норма капитализации увеличится, допустим до 15%, курс акций снизится до 20 долл. (3 долл./0,15). Хотя такая модель оценки выглядит слишком упрощенной, она на самом деле не так уж далека от действительности, как это может показаться на первый взгляд (в гл. 10 эта модель используется для оценки стоимости *привилегированных акций*).

Однако более типичной моделью оценки стоимости обыкновенных акций является оценка стоимости дивидендов, которая исходит из предположения о том, что дивиденды растут из года в год определенным темпом. В рамках этого направления стоимость акции по-прежнему рассматривается как функция от потока дивидендов, однако ожидаемые дивиденды растут в течение бесконечного периода постоянным, одинаковым темпом g. В этом случае стоимость акции может быть определена по формуле

$$\text{Стоимость акции} = \frac{\text{Будущие годовые дивиденды}}{\text{Требуемая норма доходности} - \text{Постоянный темп роста дивидендов}} = \frac{D_1}{k-g},$$

где D_1 — ожидаемый годовой дивиденд, который будет выплачен в следующем году (в первом году периода прогнозирования);

k — ставка дисконтирования, или норма капитализации (которая определяет уровень требуемой нормы доходности инвестиций);

g — годовой темп роста дивидендов, который, как ожидается, останется постоянным.

Эта формула полностью отражает смысл оценки стоимости акций: *рост* потока денежных средств (через параметры D или g) или снижение требуе-

мой нормы доходности инвестиций (*k*) ведет к росту стоимости акций. Для определения потока денежных средств необходимо всего лишь иметь базовую информацию о текущей величине дивидендов компании. Как только темп роста дивидендов выяснен, легко можно найти параметр D_1 по формуле $D_1 = D_0(1+g)$, где D_0 означает текущий уровень дивидендов. К примеру, в компании "Свитмор индастриз" выплатили по 5 долл. дивидендов на одну обыкновенную акцию, и если ожидаемый темп роста дивидендов 10% в год, то мы можем найти дивиденды следующего года: 5 долл.(1 + 0,10) = = 5,50 долл. Единственное, что еще надо определить, — это норма капитализации, или требуемая норма доходности инвестиций (*k*). Полезно отметить, что, чем больше неопределенности в поступлениях денежных средств или чем больше неясности по поводу будущего темпа роста дивидендов, тем выше должна быть норма капитализации, или требуемая норма доходности инвестиций. (Для этой модели также важно, чтобы параметр *k* всегда был выше параметра *g*, чтобы она была строго верна математически.) Многие инвесторы, особенно институциональные, предпочитают именно этот вариант модели для оценки стоимости обыкновенных акций.

Чтобы понять, как работает данная модель, рассмотрим акции, по которым платят в настоящее время 1,75 долл. дивидендов. Если в результате некоторых размышлений вы приходите к выводу о том, что дивиденды будут расти на 8% каждый год и требуемая норма доходности инвестиций равна 12%, тогда мы можем оценить стоимость акции на базе модели дисконтируемых дивидендов. А именно:

$$\text{Стоимость акции} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{1{,}75 \times 1{,}08}{0{,}12-0{,}08} = \frac{1{,}89}{0{,}04} = \underline{\underline{47{,}25}}.$$

Если инвестор стремится получить доходность инвестиций выше 12% годовых, тогда в соответствии с моделью ему надо заплатить за акцию не более чем 47,25 долл.

Отметьте, что в соответствии с данной моделью оценки акций ***курс акций будет расти до тех пор, пока не изменится требуемая норма доходности или темп роста.*** Это объясняется тем, что поток денежных средств от этих инвестиций растет с течением времени, поскольку растут дивиденды. Чтобы увидеть, как это происходит, давайте продолжим наш прежний пример. Напомним, что дивиденды D_0 = 1,75 долл., а темп роста g = 8%, k = 12%. Исходя их этих данных, мы определили, что текущая стоимость акций должна быть равна 47,25 долл. Теперь посмотрим, что произойдет со стоимостью акций, если *k* и *g* не изменятся:

Годы	Дивиденды (в долл.)	Стоимость (в долл.)*
0-й	1,75	47,25
1-й	1,89	51,00
2-й	2,04	55,00
3-й	2,20	59,50
4-й	2,38	64,25
5-й	2,57	69,50

* Рассчитано по модели дисконтированных дивидендов, где g = 0,08, k = 0,12, а D_0 — дивиденды любого выбранного года.

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Выбор акции с помощью балансовой стоимости

Аналитические инструменты для оценки акций появляются и исчезают, но многие преуспевающие инвесторы по-прежнему верят в самые старые и простые способы выбора акций для портфеля.

Из года в год в ситуации рынка "быков" или в ситуации рынка "медведей" инвесторы считают, что наиболее полезный способ поиска недооцененных акций или потенциальных компаний — мишеней для поглощений — это покупка акций, которые продаются по курсу ниже их балансовой стоимости.

"Если мне придется урезать список инструментов выбора акций до одной позиции, я оставлю в нем балансовую стоимость акции", — говорит Чарлз Алмон, менеджер трастовой компании.

Балансовая стоимость определяется вычитанием из суммы активов компании суммы ее обязательств. Те инвесторы, которые применяют стратегию покупки акций, имеющих курс ниже балансовой стоимости акции, обычно концентрируют свое внимание лишь на балансовой стоимости материальных активов компании. Это означает, что из оценки исключаются такие нематериальные активы, как патенты и репутация компании, которые представляют собой дополнительную стоимость, когда компанию покупают.

Балансовая стоимость компании, как правило, ниже, чем ее ликвидационная стоимость, т.е. стоимость, которая складывается из суммы цен активов, проданных поодиночке. Это связано с тем, что компания (подчас в целях снижения налогов) "нанимает толковых бухгалтеров, чтобы они добились такого построения ее отчетности, когда обязательства компании завышаются, а стоимость активов занижается", — говорит м-р Алмон.

Однако, несмотря на то что подобная стратегия зарекомендовала себя на протяжении длительного периода как эффективная стратегия выбора акций, тем не менее она может приводить к провалам. Некоторые акции продаются ниже балансовой стоимости просто потому, что они не пользуются спросом вообще, а иные еще и потому, что их эмитенты находятся в трудном финансовом положении. Например, в ноябре 1988 г. у 227 компаний из тех 1550, чьи выпуски акций прошли листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, акции продавались ниже их балансовой стоимости, в том числе у многих ниже 5 долл., и эти компании испытывали серьезные трудности.

"Курс ниже балансовой стоимости — это всего лишь первоочередной инструмент в погоне за недооцененными акциями, а не вещь в себе, — считает Марк Келлер, вице-президент института, ведущего исследования в области ценных бумаг. — Если вы покупаете компанию, акции которой продаются ниже их балансовой стоимости, и при этом она имеет большой долг, надо иметь в виду, что она может так и не встать на ноги".

Наиболее яростные сторонники такого подхода к оценке — это последователи Бенджамина Грэхэма, профессора Колумбийского университета, которого считают отцом современной "портфельной теории". Преуспевающие инвесторы, такие, как Уоррен

Как видно из данного примера, курс акций, который сложится *в будущем*, может быть найден, если использовать базовую модель оценки акций; чтобы его рассчитать, надо просто определить соответствующие данному году дивиденды. Например, чтобы найти курс акций в году 3, мы должны использовать ожидаемые в году 3 дивиденды (2,20 долл.) и увеличить их с помощью коэффициента $(1+g)$; тогда курс акций в третьем году будет равен: $D_3(1+g)/(k-g)$ = 2,20 долл. × (1+0,08)/(0,12—0,08) = 2,38 долл./0,04 = 59,50

Баффет, председатель совета директоров компании "Беркшай хэзуэй", или Вильям Руан из "Секвойа фанд", приписывают значительную долю своих успехов подходу к инвестициям, предложенному Грэхэмом.

С точки зрения Грэхэма, инвесторы должны концентрировать свои портфели вокруг акций, имеющих курс ниже балансовой стоимости или очень близкий к ней, но не выше, чем на 30%. "Чем выше превышение курса акции над ее балансовой стоимостью при покупке, тем меньше уверенности в точности оценки внутренней стоимости акции и тем больше ее стоимость зависит от перемены настроений в кругах аналитиков и способах оценки фондового рынка", — так писал Грэхэм в своей книге "Образованный инвестор", вышедшей в 1949 г.

История фондового рынка подтвердила правоту "балансового подхода" к выбору акций. Самым ярким примером явились сталелитейные компании. Побежденные японскими конкурирующими фирмами, "Бетлхэм стил" и "Инлэнд стил" вдруг получили надежду на прекрасное будущее, когда курс их акций упал гораздо ниже балансовой стоимости. Аналитики не смогли предвидеть, что изменения структуры издержек в этих компаниях и падение курса доллара повысят их конкурентоспособность. Сегодня эти акции продаются выше балансовой стоимости, и поэтому инвесторы, которые купили их прежде, процветают...

Инвесторы, желающие использовать "балансовый подход" и имеющие до сих пор привычку вкладывать деньги в акции крупных компаний с высокой капитализацией, имеют сейчас сравнительно ограниченный выбор. Джеральдин Уэйс, редактор "Инвестмент кволити трэндз"(газеты в шт. Калифорния), отслеживает динамику показателей по 350 выпускам высококлассных акций ("блю чипс"), по которым выплачиваются дивиденды и которые имеют рейтинг *А* или выше по системе "Стэндард энд пур'з". Она обнаружила среди них только 25 выпусков, у которых курс ниже их балансовой стоимости. В 1982 г. она писала, что 50% компаний из подобного списка имели курс ниже балансовой стоимости акций. В 1974 г., в разгар рынка "медведей", огромная часть подобных "блю чипс" продавалась ниже балансовой стоимости...

Тем не менее, если судить по данным о колебаниях курсов, такие выпуски, как акции "Меррилл Линч", "Аитна лайф энд кажуэлти", "Чейз Манхэттен", "Дженерал моторс", "Ай-ти-ти", "Крайслер", продавались ниже балансовой стоимости.

У таких акций есть некоторые общие черты: их эмитенты относятся к отраслям, достигшим стадии зрелости в своем жизненном цикле и имеющим циклический характер динамики прибылей. Некоторые выпуски компаний автомобилестроения продаются ниже балансовой стоимости, поскольку многие инвесторы считают, что эти компании прошли пиковую стадию своего развития, а значит, удачная полоса в их жизненном цикле у них уже позади. К ним примыкают и страховые компании, хотя многие из них по-прежнему имеют неплохие финансовые показатели. Но для тех инвесторов, которые любят полагаться на балансовую стоимость акции, все подобные случаи лишь "подливают масла в огонь": ведь это реальная возможность получить неплохой доход от инвестиций!

Источник: Earl C. Gottschalk, Jr. "Picking Stocks by the Book Is a Standby Some Swear By", *The Wall Street Journal*, November 3, 1988, p. C1.

долл. Безусловно, если ожидания по поводу темпа роста дивидендов или требуемой нормы доходности инвестиций изменятся, *будущий курс* акций также изменится. Если так и произойдет, то инвестору надо будет использовать в этой модели новые данные, чтобы принять решение о том, стоит ли ему по-прежнему владеть этими акциями.

Хотя модель оценки дивидендов, растущих постоянным темпом, имеет на самом деле много преимуществ, у нее есть и явные недостатки, из кото-

рых самым заметным является допущение о неизменности темпа роста дивидендов. Во избежание таких недостатков разработаны варианты моделей, в которых используется ***переменный темп роста дивидендов.*** Существуют двух- или даже трехступенчатые модели, в которых стоимость акций рассматривается как поток будущих дивидендов. Таким образом, варианты ***модели оценки стоимости акций с переменным темпом роста дивидендов*** рассчитывают приведенную стоимость дивидендов и приведенную стоимость будущего курса акций (который, в свою очередь, рассчитывается как функция от всех будущих дивидендов, поступающих к инвестору бесконечно долго во времени) на основе формулы оценки дивидендов, растущих постоянным темпом.

Такой подход, учитывающий переменный темп роста дивидендов, на самом деле гораздо ближе к реальным решениям инвесторов. Это значит, что в отличие от допущения предыдущих вариантов модели оценки стоимости акции, которые исходили из условия бесконечного владения акциями, большинство инвесторов на деле всегда устанавливают для себя ***конечный*** период владения, который, как правило, не превышает 5—7 лет. При таких ограничениях в качестве ***относительных потоков денежных средств должны использоваться будущие дивиденды и одновременно будущий курс продажи акций.*** Модель оценки стоимости акций, которую мы применим чуть позже в данной главе, не только учитывает два разных потока денежных средств, но и проще в практическом употреблении, главным образом потому, что она основана на ***конечном*** периоде владения. Несмотря на различия в допущениях, этот вариант модели не что иное, как развитие базовой модели оценки дивидендов. Действительно, можно доказать математически, что, если вы используете одинаковые базовые условия, модель приведенной стоимости дивидендов даст ту же самую стоимость акции, что и модель, основанная на постоянном темпе роста дивидендов. Во втором варианте модели используются четыре параметра: 1) текущий курс акций; 2) будущий курс акций; 3) будущие дивиденды; 4) требуемая доходность инвестиций. Как мы увидим позже, сильная сторона данной модели состоит в том, что она учитывает и риск, и доходность, а также основана на концепции стоимости денег во времени. Если горизонт инвестиций короче одного года или равен году, то для оценки стоимости акции надо использовать показатель доходности за период владения. Если же горизонт инвестиций длиннее, чем год, то может быть использована модель, построенная на приведенной стоимости. Но ***в любом случае*** стоимость акции базируется на ожидаемых потоках денежных средств (дивидендах и будущем курсе акции, по которому ее можно продать), поступающих в течение определенного периода владения акциями.

Доходность за период владения

Доходность за период владения *(HPR)* впервые рассматривалась в гл. 5, где был сделан вывод о том, что этот показатель важен для случаев, при которых горизонт инвестиций меньше года. Она рассчитывается следующим образом:

$$\text{Доходность за период владения } (HPR) = \frac{\text{Будущие дивиденды} + \text{Будущий курс акций} - \text{Текущий курс акций}}{\text{Текущий курс акций}}$$

Доходность за период владения показывает, какие дивиденды получит инвестор, если подлинное фактическое поведение акций не отклонится от ожидаемого. Доходность за период владения для акций компании "Мэркор" при условии, что акции можно купить по текущему курсу в 31,50 долл. и продать год спустя по курсу 36,25 долл., будет такова:

$$HPR = \frac{0{,}95 + 36{,}25 - 31{,}50}{31{,}50} = \frac{0{,}95 + 4{,}75}{31{,}50} = \underline{\underline{18{,}1\%}}.$$

Обратите внимание на то, что мы используем прирост капитала как форму дохода инвестора, и он органично включен в эту формулу в виде разности курсов акций. Таким образом, акции "Мэркор" должны принести 4,75 долл. в виде прироста капитала в первый год владения акциями.

Требуемая норма доходности инвестиций

Требуемая норма доходности инвестиций — *это ставка доходности, которая должна компенсировать инвестору риск, обусловленный данными инвестициями.*

В предыдущем примере было показано, что если бы инвестор имел горизонт инвестиций, равный одному году, то доходность за период владения акциями компании "Мэркор" составила бы 18,1%. Ожидаемая доходность на самом деле выполняет роль критерия при выборе инвестиций. Чтобы принять решение о том, насколько приемлемы инвестиции, надо сформулировать **требуемую норму доходности инвестиций**. Величина этого показателя должна отражать уровень риска инвестиций, на который придется идти, чтобы получить данную ставку доходности. Чем выше принимаемый риск, тем выше должна быть потенциальная доходность данных инвестиций. Как было показано в гл. 5, именно этот принцип лежит в основе *модели оценки доходности активов компании (CAPM)*.

Напомним, что, применяя *CAPM*, мы можем рассчитать требуемую норму доходности инвестиций следующим образом:

$$\text{Требуемая норма доходности инвестиций} = \text{Доходность безрисковых активов} + \left[\text{Фактор “бета”} \times \left(\text{Рыночная доходность} - \text{Доходность безрисковых активов}\right)\right].$$

Все необходимые параметры для этого расчета публикуются в периодических изданиях: фактор "бета" можно найти в изданиях "Вэлью Лайн" или "Стэндард энд пур'з"; доходность безрисковых активов — это средняя доходность казначейских векселей за последний год; хорошим примером рыночной доходности является средняя доходность акций за последние 10—15 лет (эти данные представлены в табл. 6.1 в гл. 6). В соответствии с моделью *CAPM* риск отражен в факторе "бета", а поэтому требуемая норма доходности инвестиций будет расти или снижаться с ростом или падением этого фактора. В качестве примера можно взять акции, которые имеют фактор "бета" 1,50, доходность безрисковых активов 6% и рыночную доходность 15%. Тогда по этим акциям требуемая норма доходности инвестиций будет равна:

$$\text{Требуемая норма доходности} = 6\% + [1{,}50 \times (15\% - 6\%)] = \underline{\underline{19{,}5\%}}.$$

Округлим этот показатель до 20% и будем использовать его при оценке стоимости акций для определения инвестиционных преимуществ и привлекательности акций.

В качестве альтернативы мы применим также более субъективный подход к определению требуемой доходности. К примеру, если в процессе анализа выявились существенные колебания объемов реализации и прибылей компании, то можно сделать вывод о подверженности данной компании большому риску. Кроме того, надо учитывать и рыночный риск, который измеряется фактором "бета". Для оценки требуемой нормы доходности можно также использовать показатель доходности по инвестиционным инструментам, сопоставимым с акциями, но менее рискованным. Например, ставку доходности долгосрочных казначейских облигаций или корпоративных облигаций, имеющих высокий, или инвестиционный, рейтинг, можно использовать как некоторую точку отсчета для определения требуемой нормы доходности инвестиций. Это означает, что, используя эти альтернативные показатели, мы можем корректировать доходность с учетом делового и рыночного риска, который, на наш взгляд, присущ данным акциям.

Чтобы увидеть, как из этих "кирпичиков" строится требуемая норма доходности инвестиций, вернемся вновь к компании "Мэркор". Допустим, мы рассматриваем ее деятельность в начале 1990 г., когда ставки доходности по корпоративным облигациям с высоким рейтингом примерно равны 10%. Предыдущий этап анализа убедил нас, что швейная промышленность, в которой действует данная компания, подвержена значительному деловому риску. Поэтому нам придется скорректировать показатель доходности так, чтобы он вырос примерно на 4—5 пунктов. Учитывая фактор "бета" данной компании, мы можем сделать вывод о том, что ее акции имеют существенный уровень рыночного риска, и поэтому мы вновь должны увеличить базовую ставку доходности, скажем, на 5 пунктов. Просуммировав все скорректированные показатели, можно сделать следующий вывод: соответствующая этим условиям требуемая норма доходности инвестиций должна быть равна примерно 20%. Таким образом, начав с доходности в 10%, мы учли деловой риск компании и рыночный риск, которому подвержены данные акции. Обратите внимание на то, что эта цифра оказалась весьма близкой к показателю доходности инвестиций, который мы получили по модели *CAPM*, и это неудивительно: ведь если анализ проведен тщательно и корректно, то оба результата — и методом *CAPM*, и методом субъективных оценок — должны совпасть. Если теперь мы используем полученный результат (20%), то увидим, что доходность за период владения в 18,1%, которую мы рассчитали раньше, является ***недостаточной величиной*** доходности. И хотя доходность на уровне 18% может быть неплохим результатом инвестиций для многих ценных бумаг, с учетом рисков этих акций такая норма доходности не является достаточным вознаграждением для инвестора.

Определение справедливого курса акций

Доходность за период владения является эффективным средством оценки привлекательности инвестиций, которыми владеют в течение года или менее, но этот показатель не должен использоваться для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг, которыми владеют более одного года. Более длинный горизонт инвестиций означает, что нам надо ввести в анализ концепцию стоимости денег во времени и рассматривать акции через призму приведенной, или текущей, стоимости. Для этого была разработана модель

оценки акций, которая учитывает важные характеристики риска и требуемой доходности и действует в рамках приведенной стоимости. Модель описывается следующей формулой:

$$\text{Приведенная стоимость акции} = \text{Приведенная стоимость будущих дивидендов} + \text{Приведенная стоимость будущего курса продажи акции} =$$

$$= (D_1 \times PVIF_1) + (D_2 \times PVIF_2) + \ldots + (D_N \times PVIF_N) + (SP_N \times PVIF_N),$$

где D_t — будущий годовой дивиденд за год t;
$PVIF_t$ — фактор дисконтирования однократной суммы при данной требуемой доходности в год t (таблицу дисконтирования однократного потока денежных средств см. в приложении А, табл. А.3);
SP_N — предполагаемый курс акций в году N;
N — количество лет в горизонте инвестиций.

Расчет по данной формуле дает ответ на вопрос о *справедливом курсе* исходя из предполагаемого потока доходов. Эта модель оценки стоимости акций основана на модели оценки дивидендов с переменным темпом роста, которую мы рассматривали выше. Отметим, что в представленном варианте модели оценки стоимости акций фактор риска непосредственно встроен в расчет, так как он отражен в факторах дисконтирования, использованных в формуле. Это уравнение описывает приведенную стоимость акции, которая и составляет ее искомую внутреннюю стоимость. Внутренняя стоимость акции — это текущий курс, или цена, которую согласен заплатить инвестор при данных ожиданиях дивидендов и поведении будущего курса при условии, что он хотел бы получить доходность, равную или выше требуемой нормы доходности инвестиций, найденной либо по модели *CAPM*, либо путем субъективных оценок.

Проиллюстрируем смысл этой модели на примере акций компании "Мэркор". Вернемся к условию о трехлетнем периоде владения. Используя данные о прогнозных дивидендах и курсе акции из табл. 8.3, а также требуемую норму доходности в 20%, рассчитаем приведенную стоимость акции компании "Мэркор":

Приведенная стоимость акции = (0,95 долл. × 0,833) + (1,10 долл. × 0,694) +

+ (1,12 долл. × 0,579) + (47,60 долл. × 0,579) =

= <u>29,76 долл.</u>

В этом примере приведенная стоимость в 29,76 долл. означает, что при данном прогнозе дивидендов и будущего курса мы получим требуемую норму доходности инвестиций от этих акций только при условии покупки акций по курсу, равному 29,76 долл. Так как по данным нашего условного примера эти акции продаются в настоящее время по 31,50 долл., мы должны были бы прийти к выводу о том, что покупка акций "Мэркор" не является привлекательным способом инвестиций (во всяком случае, в настоящее время). Поскольку если мы купим их по 31,50 долл. и наши ожидания по поводу дивидендов и возможного курса продажи в будущем оправдаются, то мы не сможем получить норму доходности, которую считали необходимой. Акции компании "Мэркор" могут выглядеть относительно привлекательными на первый взгляд, но на самом деле они не обеспечивают доходность, достаточную для компенсации рисков, которые мы предвидим.

Определение приблизительной доходности

Иногда инвесторам удобнее рассуждать в терминах ожидаемой нормы доходности, а не в категориях приведенной, или текущей, стоимости акции или ее справедливого курса. К счастью, эта проблема преодолима, поэтому нет необходимости жертвовать моделью приведенной стоимости акции. Дело в том, что расчет ожидаемой доходности долгосрочных инвестиций требует от инвестора определения доходности, основанной на приведенной стоимости. В показателе ожидаемой доходности инвестиций используются такие параметры, как будущие дивиденды и будущий курс акций, наряду с текущим курсом акций. Формула приблизительной доходности была выведена нами в гл. 5:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{\text{Средний годовой дивиденд} + \dfrac{\text{Будущий курс продажи акций} - \text{Текущий курс покупки акций}}{\text{Количество лет в горизонте инвестиций}}}{\dfrac{\text{Будущий курс продажи акций} + \text{Текущий курс покупки акций}}{2}}.$$

Показатель приблизительной доходности инвестиций — это мера ставки процента, при которой осуществляется реинвестирование доходов от долгосрочных инвестиций. Проиллюстрируем ее смысл на примере акций компании "Мэркор":

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{1{,}06 + \dfrac{47{,}60 - 31{,}50}{3}}{\dfrac{47{,}60 + 31{,}50}{2}} = $$

$$= \frac{1{,}06 + 5{,}37}{39{,}55} = \underline{\underline{16{,}3\%}}.$$

Итак, по данным этого расчета, акции компании "Мэркор" должны иметь доходность примерно в 16,3%, если они будут куплены по 31,50 долл. и их будут держать в портфеле в течение трех лет, на протяжении которых годовой дивиденд составит примерно 1,06 долл. на акцию, а затем будут проданы по 47,60 долл. Обратите внимание на то, что в этом варианте модели оценки стоимости акций используются *средние* годовые дивиденды, а не конкретные суммы дивидендов каждого года. Для акций компании "Мэркор" средние дивиденды составят 1,96 долл. на акцию в течение трех лет: (0,95 + 1,10 + 1,12)/3 = = 1,06 долл. И вновь при сравнении с требуемой нормой доходности инвестиций, которая, как мы определили, равна 20%, показатель приблизительной доходности в 16,3% выглядит явно недостаточным!

Использование моделей оценки стоимости акций в принятии решений

Процесс анализа ценных бумаг начинается, как мы видели, с общеэкономического и отраслевого анализа и завершается определением стоимости акций на базе одной из рассмотренных выше моделей оценки стоимости. Поэтому в качестве критерия можно применять либо ожидаемую доходность

(в случае с показателем доходности за период владения или приблизительной доходности при долгосрочном горизонте инвестиций), либо справедливый курс (в случае с расчетом приведенной, или текущей, стоимости акции). Любой из этих показателей может быть использован при принятии решений как мера инвестиционной привлекательности акции.

Если в качестве критерия используется показатель доходности, то его сравнивают с требуемой нормой доходности инвестиций для определения целесообразности данных инвестиций: до тех пор, пока показатель доходности (за период владения либо приблизительной доходности) *равен или выше* требуемой нормы доходности, акции считаются привлекательным инструментом инвестиций. Это обусловлено тем, что по данным акциям ожидаются результаты, которые отвечают критерию минимально необходимой ставки доходности или превосходят ее, поэтому такие акции обеспечат адекватное вознаграждение за риск инвестиций. Обратите внимание на то, что ценная бумага считается потенциально эффективным инструментом, даже если ожидаемая доходность всего лишь равна требуемой норме доходности инвестиций. Но это, безусловно, справедливо только при условии, что ожидаемые параметры акции действительно достигаются.

Если в качестве критерия используется приведенная стоимость акции, то расчетную справедливую стоимость надо сравнивать с текущим рыночным курсом. До тех пор, пока текущий рыночный курс акций данного выпуска *равен или ниже* справедливой стоимости (курса), эти акции будут рассматриваться как привлекательные инвестиционные инструменты. Такой вывод обусловлен тем, что только при данных условиях инвестор сможет получить требуемую норму доходности, которую он определил для данных инвестиций. Однако надо иметь в виду, что хотя модели оценки стоимости акций играют существенную роль в процессе инвестиций, тем не менее *нет никаких гарантий* того, что фактические доходы на эти акции будут действительно такими, какими они выглядели в прогнозе, так как выпуск акций подвержен разным экономическим, отраслевым, рыночным и уникальным рискам, которые могут полностью изменить представления о будущем. Таким образом, анализ ценных бумаг и их оценка используются не для того, чтобы гарантировать успех, а только для уточнения понимания инвестором главных параметров риска и доходности предстоящих операций с ценными бумагами.

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Сколько раз вы, включая телевизор, слышали, как репортер говорил: "Рынок поднялся сегодня на $17^1/_2$ пункта" или "Рынок оставался инертным в течение всего биржевого дня"? Такие комментарии отражают *важную роль* фондового рынка как такового. И действительно, рынок важен благодаря той роли, которую он играет в определении курсов обыкновенных акций. Многие аналитики считают, что рынок настолько важен, что именно его изучение должно быть главным, если не единственным, компонентом всего процесса выбора акций для инвестиционного портфеля. Эти специалисты полагают, что основная часть усилий, затрачиваемых при анализе ценных бумаг, практически бесполезна, так как ситуацию определяет рынок, а не индивидуальные эмитенты, которые подвергаются анализу. Другие специалисты отстаивают точку зрения, в соответствии с которой анализ рынка как

***Технический анализ** — это изучение взаимодействия различных сил на рынке акций и их влияния на курс последних.*

такового — это всего лишь часть процесса анализа акций и он полезен для принятия решений о моменте осуществления инвестиций. Анализ фондового рынка известен под названием **технический анализ**, и он предполагает изучение различных рыночных сил и их взаимодействия. Мы рассмотрим основные принципы и составные элементы технического анализа, а также отдельные инструменты, которые в нем используются.

Принципы анализа рынка

Анализ рыночной динамики уходит корнями в прошлый век, когда еще не существовало отраслевого анализа и анализа финансового состояния эмитента. Это было связано с тем, что подробная финансовая информация была недоступна для акционеров и широкого круга инвесторов. Не рассчитывались обобщенные показатели по отрасли, не публиковались балансы, отчеты о прибылях, данные для прогнозирования сбыта, данные о прибыли на акцию и коэффициенты "кратное прибыли" *(P/E)*. Поэтому единственным объектом, который в этих условиях можно было изучать, был рынок акций как таковой. Затем некоторые аналитики начали применять подробные графики для наблюдения за рыночными процессами. Эти графики прежде всего показывали, когда крупные покупатели включались в операции или выходили из них; данные графиков помогали в принятии выгодных решений о покупке акций. Графики отражали динамику курсов акций, так как аналитики считали, что именно курсы и их изменения дают определенные указания на то, когда лучше продавать или покупать акции конкретного выпуска. Этот же принцип лежит в основе современного технического анализа. Его сторонники отстаивают взгляд, согласно которому такие внутренние рыночные параметры, как объемы торгов и курсы, часто показывают будущие направления развития рынка еще до того, как они проявляются через финансовые показатели.

Если бы динамика курсов акций была независима от движения рынка, то его изучение и технический анализ были бы бесполезны. Но у нас есть огромное количество доказательных примеров, что это абсолютно не так: на самом деле курсы акций прямо зависят от движения фондового рынка. Расчеты факторов "бета" и наблюдения за ними убеждают в том, что, как правило, от 20 до 50% изменений курсов акций объясняются общими рыночными тенденциями. Когда фондовый рынок находится в состоянии рынка "быков", курсы акций обычно растут; когда же рынок вступает в фазу рынка "медведей", курсы многих выпусков акций начинают снижаться. По существу, курсы акций реагируют на разные рыночные силы на стороне спроса и предложения. В конечном счете именно спрос на ценные бумаги и предложение капитала определяют, каким будет рынок: рынком "быков" или рынком "медведей". При конкретном соотношении спроса и предложения рынок будет либо оставаться устойчивым, либо, напротив, неустойчивым; когда равновесие этих сил начнет смещаться, будущие курсы акций также начнут двигаться по мере изменения рынка. Технический анализ более всего отражает изменения спроса и предложения и выявляет любые сдвиги в этом направлении.

Измерение рынка

Если анализ рынка действительно необходим, тогда необходимы и соответствующие инструменты для его проведения. Довольно распространенным

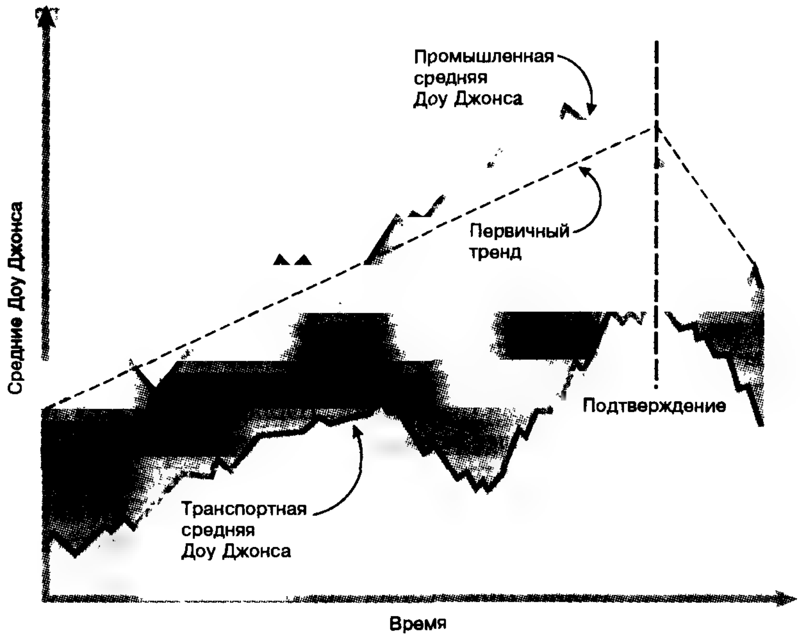
среди инвесторов инструментом являются графики, так как они наглядно отражают итоговую картину движения рынка и курсов отдельных выпусков. Альтернативный способ изучения рынка построен на использовании разных видов статистических данных. Мы рассмотрим некоторые средства технического анализа, но прежде обратим внимание на основные концептуальные подходы к определению рыночных индикаторов и построению графиков.

Техническому анализу подвергаются факторы, которые оказывают воздействие на динамику курсов. Необходимую для этого информацию бесплатно или по низким ценам обеспечивают инвестиционные аналитические агентства, крупные брокерские компании, популярные финансовые средства информации (например, "Бэррон'з"). Из всех концепций технического анализа наиболее важными являются следующие: 1) теория Доу; 2) концепция активности торговых операций; 3) концепция индикаторов рынка; 4) концепция технических условий рынка. Рассмотрим кратко суть каждой из этих концепций.

Теория Доу — *это концепция технического анализа, основанная на тезисе о том, что динамика рынка может быть описана долгосрочным трендом средней Доу Джонса для курсов промышленных компаний, которую подтверждает и динамика средней транспортных компаний.*

Теория Доу. Теория Доу основана на тезисе о том, что самый важный параметр — это тренд курсов совокупности акций. Этот подход, названный в честь Чарлза Доу, одного из основателей компании "Доу Джонс", нацелен на поиск сигналов, которые обозначали бы завершение стадии рынка "быков" или "медведей". Надо отметить, что эта теория не указывает время наступления коренного перелома. Она просто подтверждает то, что уже произошло, концентрируется на долгосрочном тренде рыночной динамики (который называют *первостепенным трендом*) и в общем-то игнорирует ежедневные колебания и вторичные процессы на рынке акций. Для определения состояния рынка используются *промышленная и транспортная* средние Доу Джонса. После того как первостепенный тренд (на базе промышленной средней Доу Джонса) сложился, рыночная динамика в целом стремится в этом же направлении до тех пор, пока сложившийся и выявленный тренд не отменяется динамикой промышленной и транспортной средней Доу Джонса. Этот этап называют *подтверждением*, и он составляет ключевой элемент самой концепции Доу: вторичные, или второстепенные, изменения на рынке, отраженные в изменениях промышленной средней, повторяются или подтверждаются второстепенными изменениями в транспортной средней. Когда это подтверждение происходит, состояние рынка меняется на противоположное, т.е. от рынка "быков" переходит к рынку "медведей" (либо наоборот), а также устанавливается новый первостепенный тренд. Ключевые элементы теории Доу отражены на рис. 8.1. В данном случае рынок "быков" завершается в точке подтверждения — когда обе средние (и промышленная, и транспортная) снижаются. Самым слабым местом концепции Доу является ее неспособность предвидеть изменения, поскольку она лишь фиксирует то, что уже фактически имело место. Наконец, эта теория не дает возможности инвестору увидеть в каждый данный момент времени, как долго еще будет продолжаться сложившийся первостепенный тренд.

Концепция активности торговых операций. Этот подход к техническому анализу сфокусирован на вспомогательных характеристиках операций на



Р Иллюстрация использования теории Доу Джонса

В соответствии с теорией Доу Джонса вторичные колебания (резкие краткосрочные изменения кривой, отражающей динамику промышленной и транспортной средних Доу Джонса) не имеют значения; однако кривая первичного тренда, выражающая направление изменения промышленной средней, которая на данном графике имеет положительный наклон до точки, в которой обратное, понижательное, движение курсов подтверждается изменением наклона кривой транспортной средней, имеет решающее значение.

рынке акций. Ежедневная активность операций в течение длительного периода (в некоторых случаях насчитывающего четверть века и даже более) исследуется в деталях для того, чтобы определить, повторяются ли отдельные характеристики этой активности с высокой частотой. Результат такого статистического анализа выражается потом в серии правил некого рода ведения операций, которые в определенном смысле приобретают характер примет. Например, знаете ли вы, что если год начался с устойчивого состояния фондового рынка (т.е. январь был благополучным месяцем для операций), то весь год, скорее всего, будет удачным? Или если партия, которая находилась у власти и преобладала в парламенте, выиграет еще и президентские выборы, то этот год будет удачным для фондового рынка. Или еще пример: акции компаний, производящих кондиционеры, лучше покупать в октябре и продавать в марте (это означает, что в данном случае стратегия покупки и продажи лучше и более прибыльна, чем стратегия долгосрочного владения). Пожалуй, наиболее необычный, но весьма *содержательный вывод* из рассматриваемого концептуального подхода таков: если команда из национальной футбольной лиги (либо команда, которая раньше была в ее составе) выиграет суперкубок, то фондовый рынок вступит в полосу благополучного развития. Действительно, по неизвестной причине (кажется, ее

не знает никто) именно так и случилось в 20 чемпионатах из 21 проведенного! Очевидно, что данная концепция базируется на предположении о том, что рынок развивается циклами, которые обычно повторяются. А значит, то, что происходило в прошлом, повторится и в будущем.

Акции-символы — *это акции, которые, по убеждению некоторых аналитиков, достаточно точно отражают состояние рынка акций в целом и поэтому являются объектом технического анализа для определения переломных точек в динамике рынка.*

Концепция индикаторов, или акций-символов. Существует поговорка: «Как идут дела на рынке акций "Дженерал моторс", так они идут и на всем фондовом рынке». Насколько это верно сегодня — вопрос спорный, но сторонники акций-символов считают, что подобный подход оправдан. Это объясняется тем, что акции "Дженерал моторс" и доброй дюжины других компаний, таких, как ИБМ, "Ай-ти-ти", "Проктер энд Гэмбл", рассматриваются как **акции-символы**, т.е. акции, которые достаточно точно отражают текущее состояние рынка в целом. Как правило, курсы выпусков акций, которые относят к данной категории, имеют тенденцию меняться медленно, хотя сегодня все больше инвесторов понимают, что, например, акции ИБМ больше нельзя считать символом. Хотя курсы акций-символов обычно меняются почти так же, как курсы акций, включенных в среднюю Доу Джонса или другие известные индексы, концепция применения акций-символов — это нечто большее, чем просто отображение текущего состояния рынка. Существует убеждение, что такие акции могут использоваться для определения сдвигов в динамике показателей рынка в целом. В частности, сторонники этого подхода считают, что если на рынке "быков" курсы акций-символов не меняют новой для данного года самой высокой отметки курса в течение трех или четырех месяцев, то это означает, что рынок достиг своего пика. Если на рынке "медведей" такие акции не могут перейти самой низкой для данного курса отметки в течение трех или четырех месяцев, то это означает, что рынок достиг самого "дна". И хотя на Уолл-стрите работает много аналитиков, скептически относящихся к этой концепции, подход с позиций акций-символов достаточно полезен для оценки текущего состояния рынка.

Концепция технических условий рынка. Этот подход основан на оценке некоторых ключевых элементов динамики рынка. В частности, курсы акций находятся под влиянием таких переменных, как объемы торгов, объемы операций "без покрытия", стратегии продажи и покупки акций мелкими инвесторами (*операции с неполными лотами*), и других похожих рыночных факторов. Обычно некоторые подобные переменные используются в качестве набора инструментов для оценки технических условий рынка или в неформальном виде, или, наоборот, в формализованном, например в виде серии средних коэффициентов за 200 дней или коэффициентов соотношения покупок и продаж акций. Это один из наиболее популярных подходов к техническому анализу, и часто он применяется наряду с другими подходами, такими, как концепция акций-символов или концепция активности операций. Мы рассмотрим несколько из наиболее часто используемых индикаторов.

Технические индикаторы

Технические индикаторы применяются и для оценки текущего состояния рынка, и для определения возможности наступления перемен и направлений вероятных сдвигов. Смысл состоит в том, чтобы буквально следовать

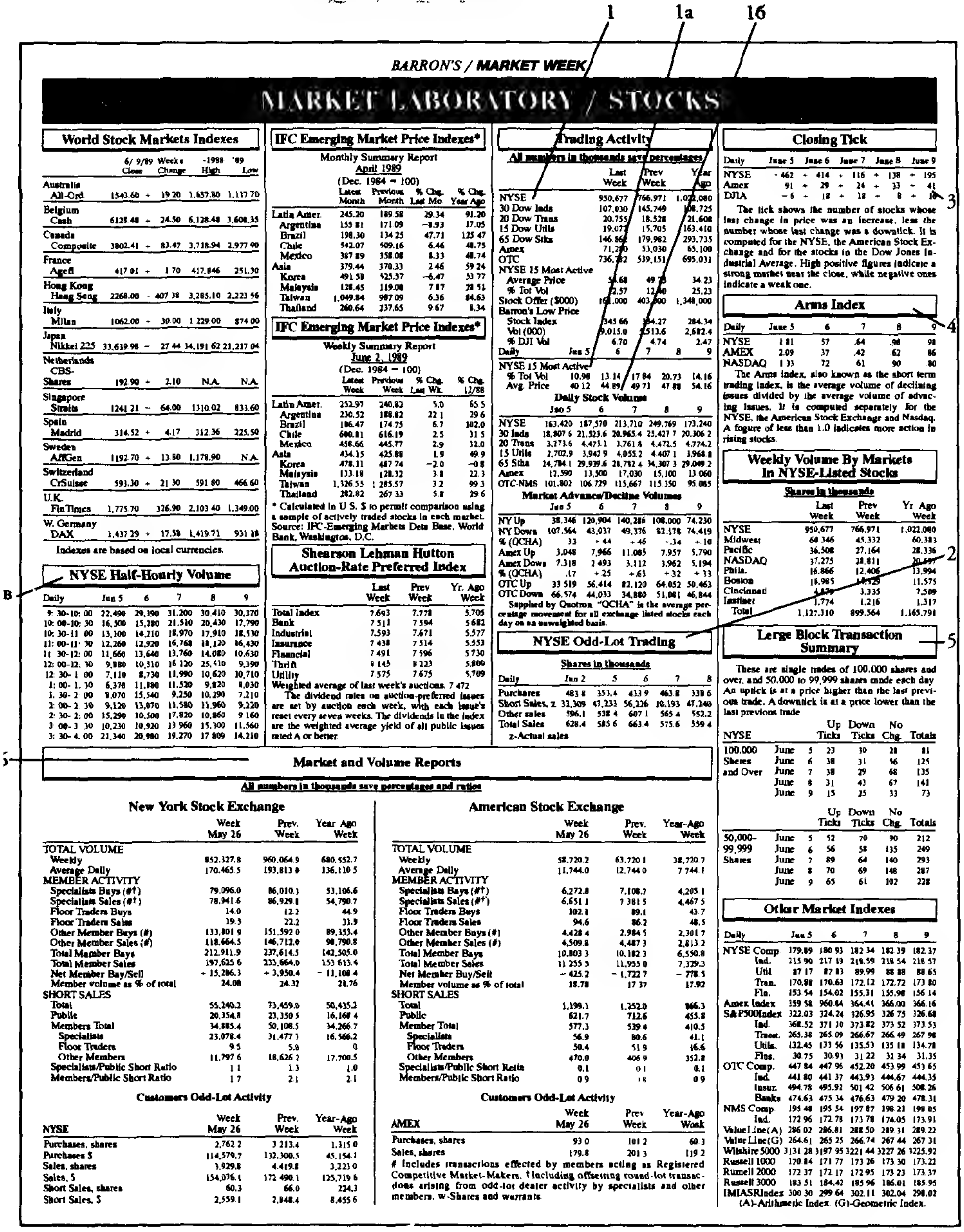


РИС [illegible] Некоторые статистические данные о рынке акций

В распоряжении инвестора имеется разнообразная статистическая информация об объеме рынка, операциях с неполными лотами, коэффициенте "кратное прибыли" (*P/E*), индексе уверенности и рыночных средних. (*Источник: Barron's*, June 12, 1989.)

по пятам за процессами, происходящими в спросе и предложении акций, обусловливающими колебания курсов, и наблюдать за общим состоянием рынка. Исходная предпосылка такого анализа заключается в том, что различные силы спроса и предложения будут отражаться в динамике курсов и

Комментарии научного редактора к рис. 8.2

О степени полноты и качестве данных, из которых инвестор самостоятельно может делать выводы о состоянии важнейшего технического индикатора "объем рынка", можно судить, например, по тем рубрикам этой иллюстрации, в которых дается характеристика динамики торгов акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже. В рубрике 1 представлен объем торгов (в тыс. долл.) за последнюю неделю, за предыдущую неделю, за неделю год назад. Выделены также данные по 15 наиболее активно оборачивающимся выпускам (1а), затем ежедневные объемы торгов за пять предыдущих биржевых дней (1б), с объемами торгов за каждые полчаса торговых сессий за пять дней недели (1в). Рубрика 2 знакомит инвесторов с ежедневными объемами торгов неполными лотами на этой бирже, где выделены покупки, продажи "без покрытия", другие продажи и общие объемы продаж. В рубрике 3 отражены динамические характеристики объема рынка, так как использован индекс "тикер на закрытие торгов" (*closing tick*). В нем из количества акций, курсы которых на Нью-Йоркской фондовой бирже при закрытии торгов были выше курсов предыдущего дня, вычтено количество акций, курсы которых, напротив, были при закрытии торгов ниже, чем в предыдущий день. Когда данный индекс имеет положительный знак, это рассматривается как симптом рынка "быков", а в случае отрицательного знака — рынка "медведей". Эту информацию дополняет индекс Ричарда Армса (4), который направлен на измерение силы рынка. Данный индекс связывает коэффициент "рост/падение" (количество выпусков акций с возросшим курсом, деленное на количество выпусков с понизившимся курсом) с коэффициентом "растущий объем/падающий объем" (количество всех акций, курсы которых возросли, деленное на количество акций, курсы которых снизились). Принято считать, что значение индекса Армса ниже единицы демонстрирует рынок "быков", а значение выше единицы — рынок "медведей". Отдельной рубрикой (5) выделена информация об операциях с крупными объемами: свыше 100 000 и от 50 000 до 99 999 шт. акций. Здесь данные сгруппированы по принципу динамики курсов: выпуски, по которым курсы на момент закрытия возросли (*uptick*), выпуски с понизившимися курсами (*downtick*), выпуски, по которым курсы не изменились к закрытию биржевого дня по сравнению с предыдущим днем. Наконец, подробная информация дается по участникам операций (6), описанным в предыдущих рубриках. В частности, выделены данные по объемам торгов за неделю, предыдущую неделю и аналогичную неделю год назад, проводившихся "специалистами" биржи, брокерами торгового зала, другими членами биржи. Следует также иметь в виду, что в остальных рубриках, не выделенных специально в данных комментариях, приводится дополнительная информация по другим фондовым рынкам и фондовым индексам.

объемов торгов. Хотя существует много разных технических индикаторов, мы рассмотрим только самые распространенные: 1) объем рынка; 2) глубину рынка; 3) "непокрытую" позицию; 4) операции с неполными лотами; 5) индекс уверенности (конфиденциальности).

Объем рынка. Объем рынка — это наглядный индикатор степени вовлеченности инвесторов в операции и их заинтересованности. Объем рынка является функцией спроса и предложения акций и поэтому характеризует сильные и слабые стороны рыночных процессов. Рынок считается *сильным* (устойчивым), если объем (количество ценных бумаг, участвующих в операциях. — *Прим. науч. ред.*) растет в случае повышательной конъюнктуры или снижается в случае понижательной конъюнктуры; напротив, рынок считается *слабым* (неустойчивым), если объем растет в случае понижательной конъюнктуры или падает в случае повышательной конъюнктуры. Например, рынок будет считаться сильным, если промышленная средняя Доу Джонса поднимется, скажем, на 48 пунктов, в то время как объем рынка и так уже был большим. Данные об объеме рынка повышают или понижают заинтересованность инвестора в ведении операций с конкретными выпуска-

ми. Поэтому финансовая пресса регулярно публикует значение этого параметра, чтобы инвесторы были осведомлены о таком важном техническом индикаторе; примером подобной информации является рис. 8.2.

Глубина рынка. Каждый день в течение торгов курсы одних выпусков растут, а других падают; на языке фондового рынка об этих выпусках говорят, что они соответственно *продвинулись* или *снизились*. Понятие "глубина рынка" связано с процессами продвижения и снижения. По существу, за ним стоит очень простая идея: если количество продвинувшихся выпусков превышает в конкретный биржевой день количество снизившихся выпусков, рынок считается сильным. Конечно, степень устойчивости, или силы, рынка зависит от спреда (разности) между количеством продвинувшихся и снизившихся выпусков. Например, если спред уменьшается и поэтому количество снизившихся выпусков приближается к количеству продвинувшихся, говорят, что сила (устойчивость) рынка ослабевает. Аналогично, рынок считается слабым, если количество снизившихся выпусков регулярно превышает количество продвинувшихся. Принцип, лежащий в основе этого индикатора, состоит в том, что количество продвинувшихся и снизившихся выпусков отражает соответствующие ожидания инвесторов; когда они настроены оптимистично, то, скорее всего, продвинувшиеся выпуски "обойдут" снизившиеся. Учитывая важность этого индикатора, можно понять, почему данные о глубине рынка публикуются ежедневно в финансовой прессе.

"Непокрытая" позиция *— это количество акций, проданных "без покрытия" на данном рынке в конкретный момент; индикатор, выражающий в техническом анализе будущий спрос.*

"Непокрытая" позиция. Временами инвесторы прибегают к продажам "без покрытия", т.е. они продают акции, которые, по существу, берут в долг, предвидя снижение курсов. Количество акций, проданных "без покрытия" в каждый данный момент, называют **"непокрытой" позицией**. Чем выше количество акций, проданных "без покрытия", тем больше "непокрытая" позиция. Так как все операции "без покрытия" должны быть, в конце концов, закрыты или обеспечены (взятые в долг акции должны быть возвращены), "непокрытая" позиция как индикатор показывает будущий спрос на акции. Таким образом, когда размер "непокрытой" позиции становится достаточно большим по сравнению с фактическими историческими стандартами, рыночную ситуацию рассматривают как оптимистичную. Логика заключается в том, что все эти акции должны быть куплены для обеспечения соответствующих проведенных операций, и тогда возникающий дополнительный спрос приведет к росту курсов.

Размер "непокрытой" позиции на таких биржах, как Нью-Йоркская фондовая, Американская фондовая, и на внебиржевом рынке публикуется ежедневно в "Уолл-стрит джорнэл" и "Бэррон'з". Если наблюдать за этим индикатором, то можно получить представление о будущем спросе на акции, а также о нынешнем *настроении* инвесторов — оптимистичном или пессимистичном. Продажа "без покрытия", как правило, осуществляется достаточно опытными инвесторами, и поэтому рост или снижение этого индикатора воспринимается как изменение ожиданий наиболее знающих инвесторов относительно текущего состояния рынка. К примеру, значительный сдвиг вверх размера "непокрытой" позиции — это символ пессимистичного восприятия *текущего* состояния рынка, но при этом одновременно оптимистичный символ по отношению к *будущему* уровню спроса.

Операции с неполными лотами. На Уолл-стрите существует довольно циничная поговорка, в соответствии с которой самое лучшее, что надо делать на фондовом рынке, — это всегда поступать наоборот по сравнению с тем, что предпринимают мелкие инвесторы. В основе такого подхода лежит убеждение в том, что мелкие инвесторы постоянно ошибаются и приходят к неправильным выводам о времени проведения той или иной операции: широкие слои инвесторов обычно не вступают в операции до тех пор, пока рынок "быков" не установится достаточно явно, и не уходят с рынка до тех пор, пока рынок "медведей" не дойдет до завершающей фазы. Насколько данное мнение отвечает реальности, вопрос спорный, но за ним стоит важный и признаваемый многими рыночный технический индикатор и так называемая **теория "противоположного мнения"**. В этой теории используются данные об объеме и виде операций с неполными лотами, которые рассматриваются как показатель текущего состояния рынка и его возможных изменений.

Теория "противоположного мнения" — *это индикатор технического анализа, который использует объем и характер операций с неполными лотами для определения состояния рынка и его возможных изменений.*

Так как очень многие индивидуальные инвесторы ведут операции неполными лотами (менее 100 акций), в данных о них отражаются их ожидания и настроения. До тех пор, пока не возникает спред между объемом покупок неполными лотами и продаж неполными лотами или этот спред узок, можно говорить о том, что состояние рынка остается прежним, т.е. имеющаяся тенденция сохраняется. Но когда спред между покупками и продажами неполными лотами начинает меняться, причем существенно, это расценивается как сигнал о том, что период рынка "быков" или "медведей" заканчивается. Например, если объем покупок неполными лотами начинает превосходить объем продаж неполными лотами и этот разрыв растет, то это говорит о том, что спекуляция акциями мелкими инвесторами начинает выходить из-под контроля, т.е. период рынка "быков" заканчивается.

Индекс уверенности. Еще один измеритель, отчасти отражающий настроения инвесторов, — это **индекс уверенности**, который в отличие от остальных рассмотренных выше индикаторов связан *с доходностью облигаций*. Этот индекс определяется как отношение средней доходности корпоративных облигаций с высоким рейтингом к средней доходности корпоративных облигаций с низким рейтингом. Данный индекс публикуется еженедельно в "Бэррон'з". Основан этот индекс на следующем наблюдении: приближение периода, в котором можно делать хорошие прибыли, сначала ощущается на рынке облигаций, а только потом — на рынке акций. Хотя доходность облигаций с низким рейтингом выше, чем облигаций с высоким рейтингом, логика данного индикатора состоит в том, что спред доходности этих типов выпусков будет изменяться время от времени в соответствии с изменениями настроений инвесторов и их ожиданий. Поэтому устойчивый рост индекса уверенности означает возрастание уверенности, убежденности инвесторов в том, что наступает период сильного рынка; снижение индекса говорит о противоположном.

Индекс уверенности — *это отношение средней доходности корпоративных облигаций с высоким рейтингом к средней доходности корпоративных облигаций с низким рейтингом; этот индикатор технического анализа основан на теории определения новых рыночных тенденций на рынке облигаций до их появления на рынке акций.*

Использование технического анализа

Инвесторы могут применять несколько методов технического анализа акций. Они могут использовать графики, коэффициенты технического анализа или неформализованный подход для технического анализа общего состо-

RESEARCH

DEAN WITTER

Donald Kimsey, First Vice President, Senior Market Analyst
Market Analysis Group

The Strategist

One might well ask what the stock market can do for an encore after rising some 26% in calendar 1985. Over the past 40 months, the New York Stock Exchange Composite has risen better than 100% and most market pundits are projecting higher levels to yearly forecasting, but we confess a lack of strong conviction as to how far the various indexes can go. While the advance begun early last October exceeded most market seers' expactations, our own included, there are no serious signs that uptrend has fully run its course.

Gauging form the price action of last year's leading groups, there is the potential for rotation that could well lead to choppy movement of the broader based indexes during the first quarter. We expect to see funds shifted from extended areas such as drugs, insurance, publishing and specialty retailers into laggard cyclicals such as housing, as well as the still-slothful brokerage stocks and semiconductors. As strong as the market has been, it has been quite selective in its emphasis. Secondary stocks continue to lag, but are showing signs of revival. In order for the lower tier to fully emerge, however, public investors and traders need to become more enthusiastic. We would expect some pickup in public participation during the normal reinvestment pariod of early January.

Tactically, we continue to stress individual laggards, while establishing at least partial profits in extended issues. For that reason, our Group Review on pages 6 & 7 looks at six housing stocks with technical appeal. In addition, Avnet (AVT 34) was added to the Model Portfolio. Other issues on that list that are still in buy areas are: Allied Signal (ALD 47), Baxter Travenol (BAX $15^5/_8$), Colgate (CL 32), IT&T (ITT 38), Motorola (MOT $38^1/_2$) and Nalco Chemical (NLC 26).

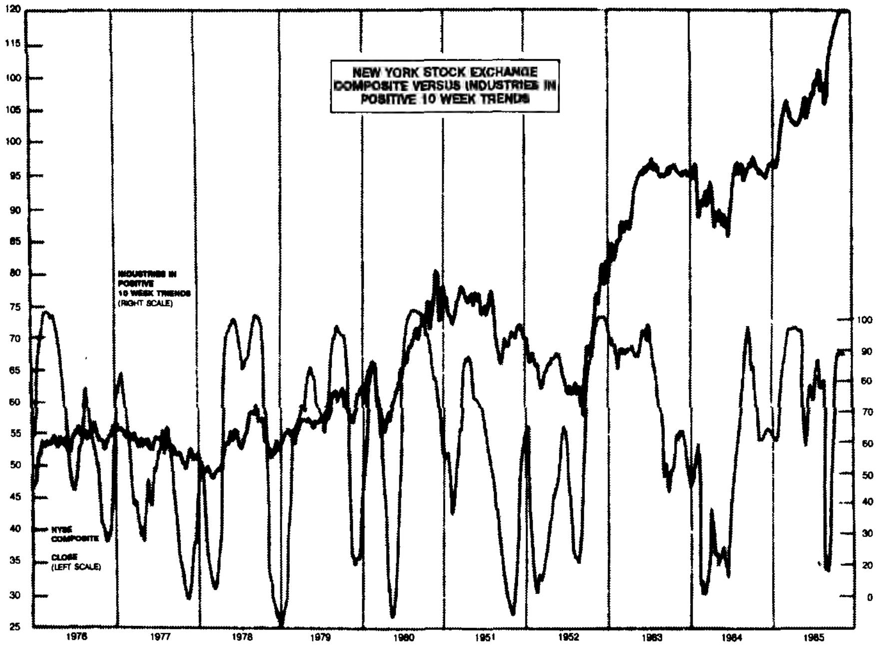


РИС. 8.3. Технический отчет о рынке акций

Отчеты, подобные данному, часто готовятся еженедельно и содержат ценную информацию об общем состоянии рынка, а также детализированную информацию о выпусках акций и группах выпусков, которые выглядят перспективными в сложившейся рыночной среде. (*Источник:* Dean Witter Reynolds.)

яния рынка. Во втором случае их интересуют не столько кривые рынка и рынок *как таковой*, сколько влияние состояния рынка на курсы конкретных выпусков акций. Поэтому технический анализ следует проводить параллельно с фундаментальным анализом в целях выбора подходящих операций с акциями. Некоторые инвесторы, и особенно профессиональные финансовые управляющие, занимаются техническим анализом *до того, как* приступить к фундаментальному анализу акций. Если с точки зрения технического анализа данный выпуск акций кажется интересным, тогда они продолжают его изучение средствами фундаментального анализа. Если же с точки зрения технического анализа выпуск не представляет интереса, их внимание переключается на другие акции. Для этой категории инвесторов смысл технического анализа состоит в следующем: *показывают ли технические индикаторы, что этот выпуск как объект для включения в портфель интересен.*

Многие инвесторы полагаются на опубликованные данные, такие, как данные, показанные на рис. 8.3. Например, инвестор может использовать концепцию акций-символов и одновременно следить за информацией об объеме рынка и его глубине. Такого рода информация всегда есть у инвестора под рукой, и ее получение не требует значительных затрат.

Построение графиков

Построение графиков — *это метод отражения изменений курсов акций и другой информации о рынке ценных бумаг, которая используется при принятии инвестиционных решений.*

Построение графиков — это, пожалуй, самый известный метод технического анализа. Аналитики, которые разделяют точку зрения об определении курсов акций спросом и предложением, строят различные графики, чтобы наглядно показать динамику разных индикаторов — от средних Доу Джонса до курсов по конкретным выпускам акций внебиржевого оборота. Каждый из индикаторов технического анализа показывается на графике специфическим образом. Рисунок 8.4 дает представление о типичном графике технического анализа акций. В этом примере рассматривается динамика курса акций "Хартмакс корп." наряду с различной вспомогательной информацией. Графики популярны среди инвесторов, так как обеспечивают наглядную картину рынка за конкретный период и, что еще более важно (во всяком случае, для аналитика), содержат очень ценную информацию о развивающихся тенденциях и будущей динамике рынка и отдельных выпусков акций. Аналитики считают, что *кривые на этих графиках* подают сигналы о будущих рыночных процессах. Рассмотрим кратко методику построения таких графиков, включая виды графиков, графические коды, которые используются аналитиками, и способы применения графической информации инвесторами.

Графические отрезки — *это наиболее простой тип графика, где данные о курсе акций откладываются на вертикальной оси, а данные о периоде — на горизонтальной; курсы акций откладываются на вертикальных отрезках, фиксирующих самый высокий, самый низкий курсы и курс на момент завершения торгов.*

Графические отрезки

Самый простой и наиболее распространенный вид графика — это **графические отрезки**. Курсы акций наносятся в системе координат на вертикальной оси, а период — на горизонтальной. Этот тип графика назван так потому, что информация о курсах откладывается на вертикальных отрезках с выделением самого высокого, самого низкого курсов и курса на момент завершения торгов. Типичный график этого вида приведен на рис. 8.5. На 31 декабря по данным акциям сложился самый высокий курс — 29, самый низкий — 27, а курс на момент завершения торгов составил $27^1/_2$. Так как дан-

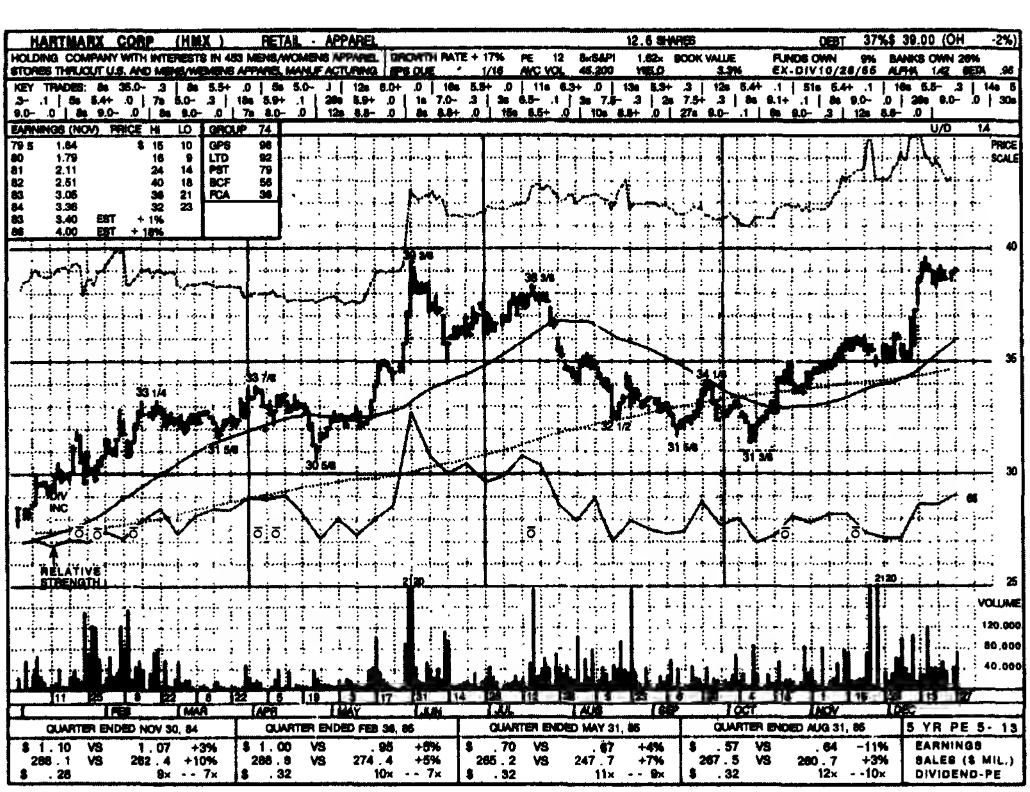


РИС. 8.4. **График курсов акций**

Этот график содержит данные о ежедневных курсах акций компании "Хартмакс", которые являются распространенным индикатором (200-дневная средняя), показывающим долгосрочную тенденцию движения курса, относительную силу (устойчивость) выпуска, объем рынка по выпуску и другую вспомогательную информацию. (*Источник:* William O'Neil & Co., Inc., *NYSE/OTC Daily Graphs.*)

ный график содержит компонент времени, то аналитики часто вносят в него и другую дополняющую информацию, например объем рынка (как это сделано на рис. 8.4).

Точечные и цифровые графики

Точечные и цифровые графики — *это графики, которые используются только для наблюдения за признаками изменений динамики курсов, причем без временнóго измерения.*

Точечные и цифровые графики используются исключительно для того, чтобы наблюдать за признаками изменений динамики курсов. Так как на точечных и цифровых графиках нет временнóго измерения, их не применяют для отображения технических индикаторов. Кроме того, этот вид графиков уникален еще по двум моментам: во-первых, на них отражаются только *существенные изменения* курсов (т.е. новая точка будет нанесена на график только в том случае, если курс изменится на обусловленную величину, обычно на один или два пункта); во-вторых, изменение курсов на противоположное направление отражается только после того, как заранее предопределенное направление действительно установилось. Обычно отражают только курсы на момент прекращения торгов, хотя иногда показывают и ос-

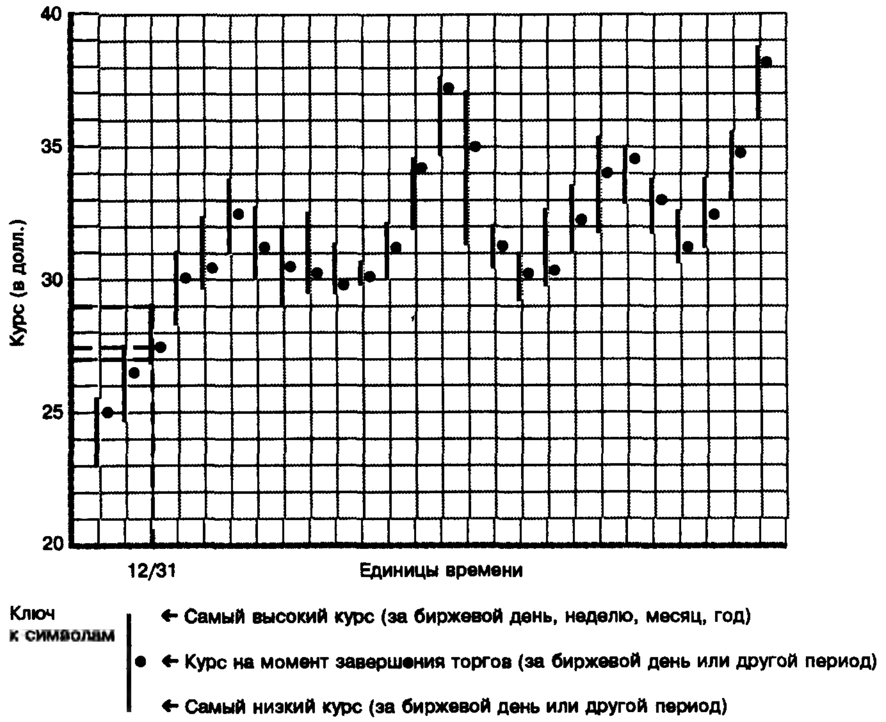


РИС. 8.5. Графические отрезки

Графические отрезки широко используются для наблюдения за курсами акций, рыночными средними и другими многочисленными техническими индикаторами.

тальные изменения курсов. Символ *X* используют для обозначения роста курса, а символ 0 — снижения курса. Типичный график этого типа показан на рис. 8.6; в данном случае использован "двухпунктный масштаб", т.е. курс должен измениться не менее чем на два пункта, чтобы это изменение было показано на графике. График обычно охватывает отрезок в два года или менее (если оборот по акциям активный) или может распространяться на несколько лет (если оборот по выпуску неактивен, график может отражать изменения курсов, скажем, за последние 3—5 лет). Как правило, для акций с низкими курсами устанавливается масштаб в один пункт, для акций с курсами средней величины — в 2—3 пункта, а для акций с высокими курсами масштаб будет равен 3—5 пунктам.

Посмотрим, как работает этот принцип. Допустим, мы находимся в точке *А* на рис. 8.6, где курс акций колебался вокруг отметки в 40—41 долл. Пусть операции по данным акциям закончились в данном периоде по курсу $42^1/_8$; так как установленный масштаб в 2 пункта покрыт, аналитик нанесет символ *X* в следующую клетку *над* точкой *А*. Эта позиция будет оставаться неизменной до тех пор, пока курс не повысится или не понизится на 2 пункта в пределах от 42 до $43^7/_8$. Таким образом, хотя аналитик наблюдает за *ежедневными* колебаниями курсов, новая запись на графике появится только после того, как курс изменится на некоторую минимальную величину и передвинется в новую "двухпунктную клетку". Мы видим, что от точ-

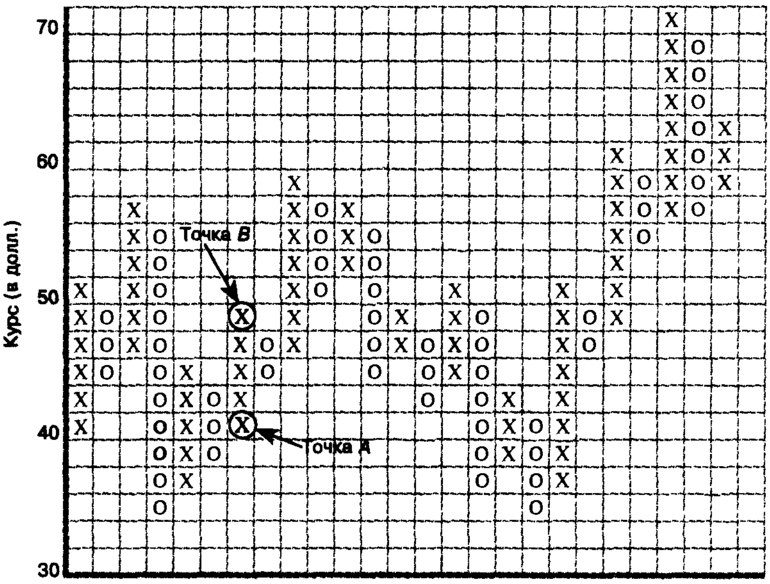


РИС. 8.6. Точечно-цифровой график

Точечно-цифровой график необычен, так как в нем нет параметра времени; колонка с символом *X* используется для отражения движения курса вверх, а колонка с символом 0 возникает при движении курса вниз.

ки *А* курс переместился со временем до отметки 50 долл. В этой точке (обозначенной как *В*) направление движения курса изменилось полностью. Иначе говоря, курс акций начал снижаться и со временем переместился на графике из клетки 48—50 долл. Такая перемена направления курса заставляет аналитика изменить колонку на графике и использовать другой символ. Он начинает новую колонку справа и вносит новый уровень курса с символом 0 в клетке 46—48 долл. Аналитик будет продолжать использовать символ 0 до тех пор, пока торги по данным акциям будут заканчиваться при тенденции снижения курса.

Графические коды

Информация о рынке или отдельных выпусках, которую содержат графики технического анализа, расшифровывается с помощью системы графических кодов. Иначе говоря, формирующиеся линии поведения курсов акций зашифрованы в ***графических кодах***, которые раньше уже показывали, что определенные изменения курсов неизбежны. Если инвестор знает, как интерпретировать эти графические структуры (что на самом деле совсем не просто), он может прочитать графические коды и распознать признаки, благоприятные для покупки или, наоборот, продажи акций. Как видно из списка, приведенного ниже, эти графические коды обычно имеют довольно оригинальные названия:

“Голова и плечи”	“Расширяющаяся вершина”
“Двойная вершина”	“Уснувшее дно”

"Тройное дно"	"Восходящий треугольник"
"Бриллиант"	"Истощившийся разрыв"
"Падающий клин"	"Коридор тренда"
"Сужающийся клин"	"Сложная вершина"
"Гребешок и блюдце"	"Перевернутое блюдце"

На рис. 8.7 показаны шесть наиболее популярных кодов, выделены "уровни поддержки" и "линии сопротивления", которые в сочетании с основными кодами или структурами формируют сигналы для операций покупок или продаж. График *А* — это пример сигнала *"покупка"*, который возникает, когда курс перешагивает через "линию сопротивления" после того, как определенная графическая структура или код были сформированы. Напротив, когда курс падает за "уровень поддержки", как это видно на графике *В*, то возникает сигнал *"продажа"*. Сигнал "продажа" означает, что все признаки говорят о начале падения рынка (т.е. курс начинает устойчиво снижаться), а сигнал "покупка" показывает, что проявляется противоположная тенденция. К сожалению, одна из существенных проблем графического анализа состоит в том, что такие графические структуры или коды редко встречаются в столь отчетливом виде, как в условных примерах рис. 8.7; более того, их выявление и интерпретация подчас требуют от аналитика большого опыта.

Использование графического анализа инвестором

Графики — это не более чем технический инструмент для рыночного анализа и определения состояния рынка или направления движения курсов акций. В отличие от других видов технических приемов анализа графический способ редко применяется на неформальной основе: вы либо применяете графики, так как верите в них, либо нет. График как таковой говорит инвестору не более чем о сложившемся положении рынка или данного выпуска. Но искушенному аналитику изменения курсов наряду с графическими структурами (кодами), "линиями сопротивления" и "уровнями поддержки" говорят о том, чего следует ожидать в будущем. Аналитики — сторонники графических приемов считают, что история динамики курсов повторяется, поэтому они изучают фактически имевшие место последствия изменений курсов, возникшие после того, как сформировались те или иные коды, и делают выводы о правилах ведения операций с акциями в конкретных ситуациях. Для аналитика безразлично, наблюдает ли он за рынком в целом или только за конкретным выпуском акций, так как для него важен характер структуры или кода, а не выпуска как такового. Ценность графического метода заключается в умении прочитывать графики и понимании того, как следует реагировать на соответствующие сигналы, которые они, по убеждению аналитика, подают о будущем. На Уолл-стрите существует длительный спор по поводу достоинств графических методов технического анализа; и хотя мнения разделились между теми, кто предпочитает использование других приемов, и явными "графистами", этот метод изучения рынка достаточно эффективен.

Завершающий вывод об инвестициях в акции

Наблюдение за инвестиционным портфелем — это важный элемент процесса вложения денег в акции. В той мере, в какой необходимо иметь и

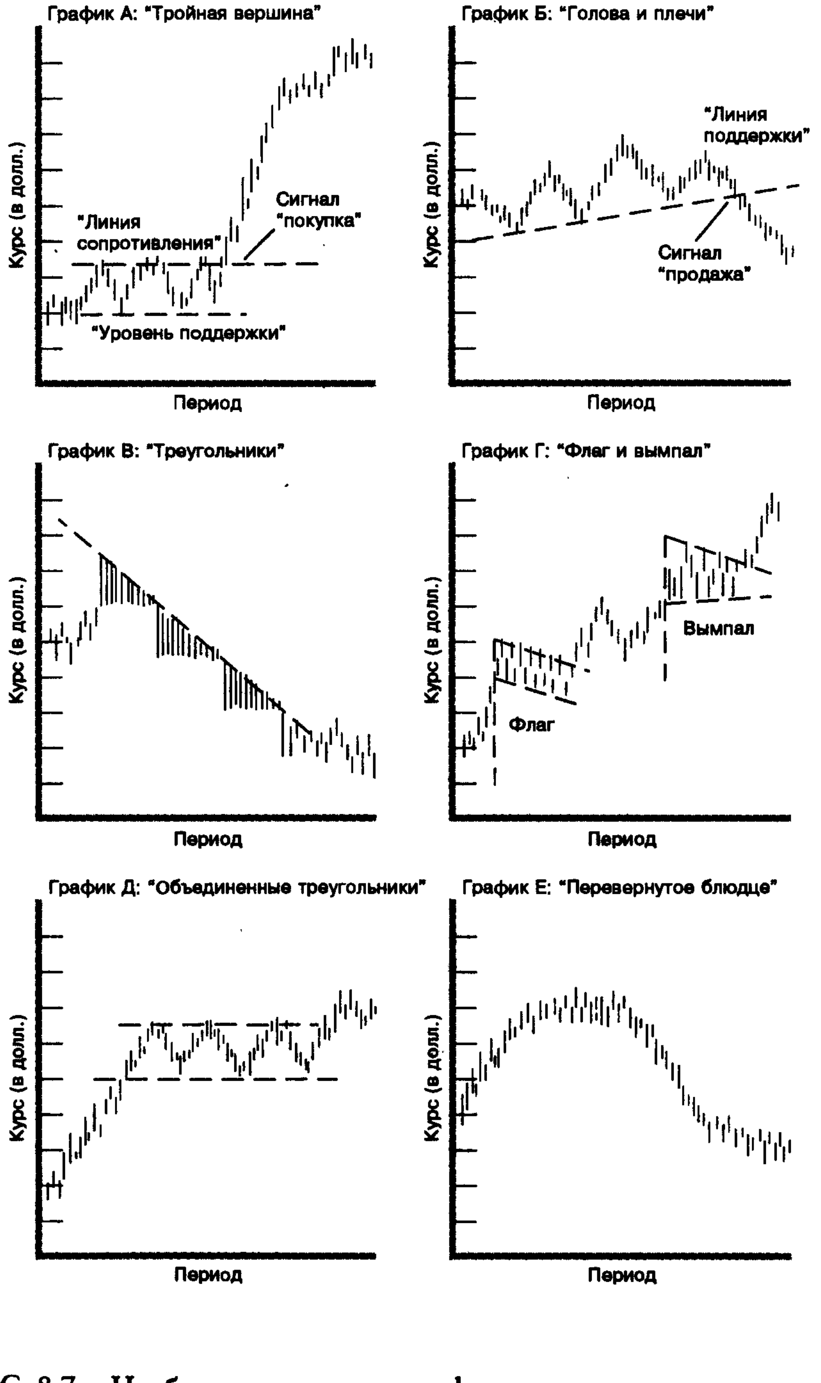


РИС. 8.7. Наиболее популярные графические коды

Каждый из этих кодов дает аналитикам информацию о будущих курсах акций.

понимать инвестиционные цели, чтобы сформулировать направления выбора акций для портфеля, нужно наблюдать за динамикой показателей по акциям, которыми вы уже владеете. Принципы и проблемы мониторинга портфеля будут рассмотрены подробно в гл. 17; здесь же достаточно отметить, что нельзя просто купить акции и затем не следить за их поведением, так как многие выпуски акций имеют слишком высокий риск. Напротив, инвестору следует внимательно наблюдать за тем, как складывается динамика показателей по уже сделанным инвестициям, оценивать, оправдываются ли его ожидания. Наконец, по купленным акциям временами складывается нежелательная динамика для инвестора; поэтому может наступить момент, когда их необходимо *продать*, а вырученные средства вложить в иные инструменты. Уже много было сказано о том, как *покупать* акции, как для нахождения привлекательных инвестиционных инструментов использовать фундаментальный и технический анализ, но умение продавать также оказывает существенное влияние на доходы инвестора. Для многих выпусков акций одинаково важно знать, когда сказать "здравствуй", а когда — "прощай". Во вставке "Проницательному инвестору" даны некоторые предложения на этот счет.

ГИПОТЕЗА СЛУЧАЙНЫХ ДВИЖЕНИЙ И КОНЦЕПЦИЯ ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА КАПИТАЛОВ

Гипотеза случайных движений — *это теория, основанная на непредсказуемости движения курсов ценных бумаг и невозможности определения направления их движения.*

Если крепко выпивший человек окажется в открытом поле поздно вечером, где вы начнете искать его на следующее утро? Скорее всего, именно в том месте, где вы его оставили прошлой ночью. Так и в области фондового рынка: некоторые аналитики считают, что курсы акций "путешествуют" в аналогичной манере. Наблюдения за стихийными движениями привели к появлению **гипотезы случайных движений**. Ее последователи считают, что изменения курсов совершенно непредсказуемы и поэтому анализ ценных бумаг не поможет в определении их будущей динамики. Такой подход к анализу рынка ценных бумаг применялся на протяжении последних двух глав.

Краткий исторический обзор

Концепция эффективного рынка капиталов — *это теория, основанная на принципе исчерпывающего отражения курсами ценных бумаг имеющейся информации, обосновывающая вывод о невозможности постоянного "обыгрывания" рыночного механизма в выборе недооцененных ценных бумаг.*

Описать понимание динамики курсов акций в рамках данной гипотезы — это значит предположить, что движения курсов не следуют никакому образцу поведения, или, иначе говоря, не зависят друг от друга. Чтобы найти теоретическое обоснование такому характеру их движения, исследователи разработали **концепцию эффективного рынка капиталов**. Главная идея этой концепции заключается в том, что изменения курсов всегда отражают имеющуюся у инвесторов информацию и поэтому трудно, если вообще возможно, постоянно "обыгрывать" сам рынок, выбирая на нем недооцененные ценные бумаги.

Случайные движения курсов

Первые выводы подобного рода о курсах акций относятся к началу XX в. В течение этого времени статистики, исследовавшие случайные процессы,

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Когда лучше продавать акции

Определение того момента, когда надо продавать акции или любые другие ценные бумаги, относится к категории наиболее сложных вопросов. Слишком часто инвесторы считают: то, что было куплено, должно быть продано когда-то в будущем, не понимая того, что, если реальная динамика этих инвестиций не такова, как ожидалось, время для избавления от них придет раньше, чем планировалось. Если инвестор продаст слишком рано, то потеряет часть прибыли; если слишком поздно — то его прибыль может просто исчезнуть. Поэтому решение о продаже редко бывает легким.

Очевидно, что вам не следует продавать акции, как только курс изменился на несколько пунктов: комиссионные за продажу и налоги могут буквально "съесть" прибыль. Не следует также и паниковать при каждом значительном падении курсов. Лучше всего внимательно следить за курсами акций и за событиями, которые могут на них повлиять. Анализируйте каждую компанию, в которой у вас *есть доля* акционерного капитала, так же тщательно, как и компанию, в которую вы только собираетесь вложить ваши деньги. Наблюдая за текущими курсами, прибылями, перспективами компании, спросите себя: купил бы *я* эти акции сейчас? И если ваш ответ отрицателен, то, вероятно, вам следует их продать. На основе анализа можно сформулировать следующее правило: *инвестору следует продолжать владеть акциями до тех пор, пока он не увидит перспектив получения нормы доходности, более удачно скорректированной на фактор риска, от других альтернативных форм инвестиций.*

Многие профессиональные финансовые управляющие рекомендуют использовать заранее спланированные стратегии получения прибылей и одновременного сокращения убытков. К сожалению, вопрос о том, когда продавать акции, часто упирается в настроение инвестора и его горизонт инвестирования. Многие индивидуальные инвесторы недостаточно внутренне собранны для того, чтобы разрабатывать стратегии как благополучного, так и неблагополучного развития событий на фондовом рынке. Чтобы помочь самому себе принять жесткое решение о продаже, необходимо наблюдать за рядом параметров: показателями компании, дивидендами и целью.

- *Наблюдение за показателями компании.* Какими бы акциями вы ни владели (будь то ИБМ, компания сферы услуг или малая компания, акции которой вы купили на внебиржевом рынке), необходимо следить за информацией о данной корпорации и ее перспективами, динамикой прибылей, успехами в бизнесе, которые могут отражаться также на ее доле на рынке, темпе роста объемов выручки за реализованную продукцию, норме чистой рентабельности. Все подобные характеристики называ-

обнаружили, что курсы акций следуют правилам "справедливой игры", иначе говоря, курсы акций двигаются вверх и вниз случайно, не давая никаких преимуществ ни для какой стратегии торговли ценными бумагами. И хотя позже, в 30-х годах, появилось несколько работ в этой области, тщательный анализ случайности движения курсов впервые был проведен в 1959 г. Именно с этого момента, на стыке 50-х и 60-х годов, гипотеза случайных движений превратилась в одну из наиболее интенсивно обсуждаемых в специальной литературе проблем. Усовершенствованные способы реализации этих идей, основанные на высокоскоростных компьютерах, действительно подтвердили тезис о том, что характер движения курсов акций весьма близок к случайному.

ют *базовыми* для компании. Как можно реально получать такие данные? Надо использовать источники информации самой компании, обзоры, составленные брокерскими компаниями, бюллетени об инвестиционных инструментах и др. Ваша работа как инвестора должна заключаться в том, чтобы обращать достаточно внимания на события и процессы, которые могут касаться ваших инвестиций. Если вы видите, что базовые данные начинают ухудшаться, необходимо пересмотреть инвестиционный портфель.

- *Наблюдение за дивидендами.* Независимо от того, вкладывали ли вы деньги в акции с целью получения дивидендов или нет, дивиденды важны как элемент информации о перспективах любых акций. Снижение размера дивидендов или иные знаки того, что их выплата стала проблематичной (например, когда кредиторы или аналитики где-то скажут или напишут, что у них есть сомнения в способности компании платить дивиденды), могут привести к падению курса акций. Хотя наиболее драматичные примеры такого типа встречаются в основном среди энергетических компаний, чья конкурентоспособность была подорвана строительством атомных электростанций, снижение размера дивидендов у других компаний также привело во многих случаях к падению курсов их акций.
- *Установить цель.* Многие инвесторы считают полезным установление специфических целей в области динамики курсов. Такие инструкции могут помочь получить выигрыш до того, как начнется существенное падение курсов, или снизить убытки до того, как неблагоприятные события станут, по существу, неуправляемыми. Если вы инвестор, относящийся к любителям стратегии купли-продажи акций, а не долгосрочного владения акциями, и ваша ключевая проблема состоит в предотвращении убытков, вам не следует увлекаться инструментами технического анализа для интенсивных торговых операций. Вы можете предпринять более простой вариант выбора решения о продаже акций, определив некоторый предельный уровень их курса. Наблюдайте за котировками ежедневно, если у вас есть такая возможность, и продавайте акции, когда их курсы отклоняются от предельного уровня. Одним из обоснований такого поведения служит понимание того, что более высокие взлеты курсов затем сопровождаются их более значительными снижениями, поэтому разумно установить свой внутренний барьер на уровне отметки курса, которая была зарегистрирована как высокая. Если до того, как курс упал, перед вашей покупкой брокер может обеспечить вас графиком, демонстрирующим тренд курса данных акций, то, как только вы достигнете своей цели, продавайте акции. Если ваша цель чрезвычайно консервативна, то вы можете упустить какие-то выигрыши, но это лучше, чем владеть акциями слишком долго и в результате оказаться жертвой Уолл-стрита.

Источник: "When to Sell That Stock", *Changing Times*, April 1986.

Эффективные рынки

Столкнувшись с очевидной в достаточной степени случайностью характера движения курсов акций, исследователи задали себе еще один вопрос: какой именно тип рынка ценных бумаг ведет к случайному движению курсов? Такое движение может, например, объясняться нерациональными решениями инвесторов, которые принимают их не задумываясь. Но это утверждение слишком спорно, так как инвесторы на самом деле не являются нерациональными участниками рынка. Скорее случайные движения курсов отражают *высокий уровень конкуренции* на рынке ценных бумаг. Инвесторы, которые стремятся извлечь прибыль из операций с ценными бумагами, конкурируют очень жестко за получение новой информации и проводят достаточно

интенсивный анализ. Именно эта конкурентная борьба и приближает курсы акций к их "справедливому" уровню. Изменение курсов в ответ на новую информацию связано не со случайными поступками инвесторов, а со *случайными событиями*, такими, как забастовки, сдвиги в экономике, изменения в спросе. Реакция инвесторов на эту новую информацию заставляет курсы акций изменяться, причем в такой манере, которая отражает случайность самих событий и поступления этой информации. Таким образом, в действительности острая конкуренция и быстрая оценка информации ведут к перемещению курсов акций на новый уровень.

Возможные применения

Концепция эффективных рынков имеет большое практическое значение для инвесторов. В частности, она может оказывать существенное влияние на традиционный анализ ценных бумаг и оценку их стоимости, а также на способ выбора их для портфеля инвестора. Бытует мнение, что инвестор должен тратить меньше времени на анализ ценных бумаг и сосредоточить свое внимание на таких вопросах, как снижение налогов и трансакционных издержек, сокращение излишнего риска и построение широко диверсифицированного портфеля, который соответствовал бы его склонности к риску. Вне всякого сомнения, справедлив следующий вывод: *даже на эффективном рынке существуют разные возможности с точки зрения доходности вложений.* Для сторонников концепции эффективного рынка очевидно, что единственный путь увеличения доходности — это инвестиции в более рискованные ценные бумаги.

Для технического анализа

Наиболее серьезный вызов гипотеза случайных движений курсов акций бросает техническому анализу. Если колебания курсов совершенно случайны, тогда графики тенденций прошлых курсов этих выпусков вряд ли смогут помочь в получении выигрыша от операций с ценными бумагами. В условиях высокоэффективных рынков сдвиги предложения и спроса происходят столь быстро, что технические индикаторы просто измеряют старые, уже свершившиеся события, которые практически не могут быть использованы для будущих решений. Если рынки неэффективны, тогда информация может поглощаться достаточно медленно, что ведет к постепенным переменам в спросе и предложении, а значит, открывает возможности извлечения прибыли для тех, кто раньше других распознает произошедшие сдвиги. Хотя гипотеза случайного движения курсов на практике поддерживается многими данными, тем не менее значительная часть инвесторов продолжает следовать техническому анализу, так как они убеждены в том, что он улучшает их инвестиционные результаты.

Для фундаментального анализа

Появление концепции эффективного рынка капитала сначала было воспринято значительной частью сторонников фундаментального анализа как важный аргумент против технического анализа ценных бумаг. Однако дальнейшее развитие концепции эффективного рынка уже не воспринималось в столь положительном ключе. Важный принцип этой концепции заключает-

ся в тезисе о том, что курсы очень быстро реагируют на новую информацию, поэтому любой метод анализа ценных бумаг не сможет помочь инвестору получить более высокую доходность. Из-за острой конкуренции между инвесторами курсы ценных бумаг весьма редко устанавливаются на уровне выше или ниже их внутренней стоимости, а следовательно, фундаментальный анализ не имеет высокой ценности для инвестора. В общем, проблема заключается не в том, что фундаментальный анализ выполнен некачественно, а в том, что осуществляется слишком тщательно! И в результате так много инвесторов, конкурирующих за сферы высокодоходных вложений капитала, просто устраняют сами возможности таких инвестиций, используя их быстрее остальных, еще до того, как другие инвесторы смогут что-то из них извлечь.

Кто же прав?

Некоторые процедуры фундаментального анализа, вероятно, играют какую-то роль в выборе акций. Даже в условиях эффективного рынка курсы акций отражают финансовые показатели компании-эмитента. При этом одни из них весьма устойчивы, другие имеют достаточно слабое финансовое положение, поэтому инвесторам надо уметь различать эти два типа. Следовательно, определенное время следует затрачивать на оценку компании и ее акций для анализа если уж не уровня недооцененности рынком ее ценных бумаг, то, во всяком случае, ее финансового состояния.

Однако уровень доходности инвестиций — это не просто следствие общего состояния компании; не менее важное значение имеют риски, которым она подвергается. Мы уже видели в предыдущих главах, что фундаментальный анализ может действительно определить потенциальные риски данного эмитента и выявить ценные бумаги, которые обладают риском, сопоставимым с доходностью, предлагаемой инвесторам. До сих пор продолжаются теоретические споры о том, *до какой степени* рынки эффективны; в настоящее время все яснее становится, что, если рынки и не являются совершенными, полностью эффективными, они, по крайней мере, *достаточно* эффективны. Поэтому, в конце концов, на вопрос о преимуществах фундаментального или технического анализа должен отвечать сам инвестор. По-прежнему значительная часть инвесторов проводит анализ ценных бумаг даже в условиях действия механизма эффективного рынка. Более того, принципы оценки стоимости акций (соответствия предполагаемой доходности ожидаемому риску) используются в любых рыночных структурах и при любых состояниях рынка капиталов.

Меняющийся облик рынка

Перед тем как мы закончим анализ обыкновенных акций, необходимо упомянуть еще несколько важных процессов, которые ведут к изменению способов, используемых инвесторами при принятии решений о покупке и продаже ценных бумаг. В самом деле, было бы трудно уловить до конца динамику современного рынка акций без достаточного внимания к новым явлениям и к тому, как они влияют на курсы акций и их оценку, а также на торговые стратегии и колебания курсов. Рассмотрим, к примеру, *тенденцию глобализации рынка акций и облигаций.* Очевидно, что американские финансовые рын-

ки более не являются преобладающими в мире. Появилось много новых крупных участников операций с ценными бумагами и рыночных механизмов, и их влияние на американский рынок акций весьма существенно.

Чтобы подтвердить это замечание, достаточно посмотреть всего лишь на период 1982—1987 гг., когда преобладал рынок "быков", и увидеть, в какой степени движение курсов акций на рынках США тогда определялось крупными операциями зарубежных инвесторов. Японские инвесторы в то время увлекались американскими потребительскими товарами, и такими же были их предпочтения на рынке акций. Они скупали крупные пакеты высококлассных акций ("блю чипс"), а также акций известных производителей потребительской продукции, например компаний "Кодак", "Макдональдс", "Мерк", "Филип Моррис" (все они включены в промышленную среднюю Доу Джонса). Именно эти покупки способствовали взлету средней Доу Джонса, а ее рост, в свою очередь, стимулировал покупки акций зарубежными инвесторами.

Однако влиянию процессов глобализации подвержены не только курсы акций. Американский рынок акций оказался еще более чувствительным к инвестиционным решениям иностранных инвесторов. Например, когда Казначейство США вынуждено продавать векселя, чтобы финансировать дефицит государственного бюджета, японские и другие иностранные инвесторы выступают самыми крупными покупателями этих ценных бумаг. Причем их желание принять или отвергнуть ставки доходности (покупая или отказываясь от покупок при сложившихся курсах. — *Прим. науч. ред.*), которые предлагает Казначейство США, является важным фактором, определяющим, какой же должна быть эта ставка. Влияние зарубежных инвесторов на ставки доходности, а тем самым и на курсы облигаций, в свою очередь, непосредственно отражается на курсах акций, поскольку многие институциональные инвесторы часто опираются на состояние рынка облигаций, принимая решения о покупке обыкновенных акций.

Господство институциональных инвесторов

В дополнение к иностранным инвесторам еще одной значительной силой современного рынка являются *крупные институциональные инвесторы*: финансовые менеджеры пенсионных фондов, страховых компаний, взаимных фондов, трастовых отделов банков. Эти инвесторы представляют компании, располагающие миллиардами долларов для вложения капитала, и поэтому их присутствие очень ощутимо на рынке ценных бумаг. Их влияние еще больше усилилось после краха 1987 г., так как индивидуальные инвесторы, очень сильно пострадавшие от этих событий, бросились со своими капиталами на рынки безрисковых активов, таких, как казначейские векселя, депозитные сертификаты, а также акции взаимных фондов денежного рынка. Те, кто привык к инвестициям в акции, стремились вложить деньги во взаимные фонды, но не в акции отдельных компаний. В результате сложилась ситуация, когда, по оценкам, 70—80% всего оборота акций на Нью-Йоркской фондовой бирже было связано с операциями институциональных инвесторов. Таким образом, значительная часть принимаемых решений связана не с тысячами отдельных индивидуальных инвесторов, а с довольно небольшим кругом профессиональных участников. Эффект от этих явлений и процессов для индивидуальных инвесторов состоит в следующем.

Краткосрочная ориентация. Профессиональные менеджеры фондов денежного рынка имеют очень короткий горизонт инвестиций. Они находятся под сильным давлением и обязаны показывать образцы профессионализма, т.е. быстро добиваться доходности выше среднего уровня, скажем выше индекса "Стэндард энд пур'з 500". Чтобы добиться этого, они всегда готовы продавать любые ценные бумаги, которые не удовлетворяют критериям ожидаемой аналитиками доходности. Для них вряд ли целесообразны долгосрочные пакеты или увлеченность конкретными акциями. Примечательно, что это давление оказывают на них менеджеры пенсионных фондов, обслуживающих тех же самых инвесторов, которые позже высказывают глубокое разочарование, когда краткосрочная ориентация крупных участников рынка неблагоприятно влияет на курсы их акций! Несмотря на абсурдность этой ситуации, она ведет к усилению неустойчивости курсов акций, которая еще более нарастает от операций институциональных инвесторов. Для них характерны операции с пакетами в 25 000 — 50 000 шт., а часто и 100 000 шт. Индивидуальный инвестор, более склонный к долгосрочным периодам владения, часто может выигрывать от влияния на рынок краткосрочной ориентации институциональных участников, покупая акции, курсы которых временно снизились под давлением операций институтов.

Групповой менталитет. Институциональные инвесторы, как правило, "действуют хором". Они часто покупают те же самые акции в одно и то же время. И хотя многим представляется, что как профессионалы они должны хладнокровно управлять огромными суммами денег, такие инвесторы на удивление эмоциональны в принятии инвестиционных решений. Хотя, конечно, существуют многочисленные исключения из правил, все же среди них наблюдается недостаток независимости в решениях. Возможно, они испытывают слишком большой страх провала и неумения переиграть других. Опытный индивидуальный инвестор может оказаться более изобретательным и имеет более удобный горизонт инвестиций, в течение которого можно демонстрировать образцовые решения об инвестициях.

Программная торговля — *это использование компьютерных программ для принятия крупных инвестиционных решений; участниками такой торговли являются крупные финансовые институты и брокерские компании, которые отслеживают спред курсов фьючерсных контрактов и действительных курсов акций и проводят операции на основе этих данных; такая практика приводит к значительным колебаниям курсов акций.*

Программная торговля. Вероятно, самое существенное влияние на рост неустойчивости курсов (резкие взлеты и резкие падения) оказывает использование инвесторами компьютерных программ для принятия инвестиционных решений. Действительно, **программная торговля**, как ее называют, состоит из двух разных стратегий — *арбитражных операций* с фондовыми индексами и программ продаж. Участники программной торговли — крупные финансовые институты и брокерские компании, работающие от своего имени и за свой счет, — отслеживают спред курсов *фьючерсных контрактов* на фондовые индексы Чикагской биржи (контракты основаны на индексе "Стэндард энд пур'з 500 или 100") и действительных курсов акций Нью-Йоркской фондовой биржи. Когда спред нарастает и выходит за пределы нормальных границ (как правило, трех пунктов), тогда разворачиваются операции. Например, программа покупок могла бы действовать следующим образом: допустим, сложилось оптимистичное представление о курсах акций из-за крупных покупок фьючерсов на индекс "Стэндард энд пур'з" (может быть, появилась благоприятная информация о темпе инфляции или ставках процента), которое привело к росту курсов акций и, следовательно, к увеличению спреда курсов (фактических по акциям, включенным в ин-

декс, и контрактных) за пределы нормальных границ. Участники программной торговли будут продавать переоцененные фьючерсные контракты и *покупать* крупные пакеты из 15 или большего количества акций, которые служат приблизительным аналогом индекса, лежащего в основе фьючерса, тем самым фиксируя ("запирая") прибыли. Эти интенсивные покупки, которые обычно совершаются за несколько минут, сразу же ведут к росту курсов основных акций, а следовательно, и к росту средней Доу Джонса.

Программы продаж работают наоборот. Когда фьючерсный контракт недооценен в сравнении с подлинным значением индекса, участники рынка будут *покупать* эти контракты и одновременно продавать сами акции. В этой ситуации курсы акций, а вместе с ними и средняя Доу Джонса резко упадут. Таким образом, волны продаж акций влияют на курсы акций крупнейших американских корпораций, иногда вызывая их резкое снижение на 5% или даже больше всего за пять минут. И хотя первоначально программная торговля строится только на акциях крупнейших компаний, все равно такие операции, оказывая психологическое воздействие, затрагивают, в конце концов, все акции. Но помимо ущерба курсам программная торговля влияет и на решения индивидуальных инвесторов. Многие специалисты разделяют точку зрения о том, что именно программная торговля более всего способствовала переключению индивидуальных инвесторов с рынка акций на рынок облигаций.

Еще один тип программной торговли применяется, когда необходимо полностью *ликвидировать крупный портфель акций или, наоборот, купить подобный портфель*. С точки зрения продавца портфеля, она представляет собой массированную стратегию продаж с фиксацией барьерного курса, при котором операции автоматически начинаются с помощью команды компьютера. Компьютер запрограммирован продавать акции, когда их курс упадет до предписанного уровня (или, наоборот, *покупать*, когда *курс* акций поднимется до обусловленного уровня). Исследования, проведенные после кризиса 1987 г., показали, что применение крупными институциональными инвесторами компьютерных программ значительно снизило уровень курсов акций. При таких условиях весь процесс приобретает характер замкнутого круга. Курсы падают до заданного в программах уровня, компьютеры отдают команду продавать акции, курсы падают еще ниже, команды продавать акции нарастают, и так далее практически до нулевой отметки. Такой тип программной торговли наряду со стратегией, которая получила название *страхование портфеля* (но быстро потеряла популярность после кризиса 1987 г.), действительно был решающим фактором кризиса фондового рынка, превратив резкое снижение курсов акций в угрожающий процесс.

Поглощение и выкуп компании

Конечно, институциональные и иностранные инвесторы внесли несомненный вклад в поддержание уровня ликвидности фондового рынка и неустойчивость курсов акций, но, пожалуй, самое крупное явление за последние пять лет на рынке — это рост роли *корпораций* как участников вторичного рынка. Традиционно корпорации выступали практически только как эмитенты обыкновенных акций и других ценных бумаг; они никогда не вели операций на вторичном рынке, по крайней мере до тех пор, пока поглощения и выкуп корпораций не превратились в ведущую силу на рынке. Сегодня кур-

сы акций могут прыгать на 50 или даже на 100% в течение одного дня, если какая-то компания или группа компаний объявит о своем намерении купить акции другой компании по повышенному курсу. Короче говоря, корпорации в настоящее время прямо и существенно влияют на оценку стоимости акций и уровень курсов. Действительно, многие считают, что ничто так не изменило состояние рынка *в конце 80-х годов*, как всплеск поглощений, слияний и выкупа компаний персоналом. Количество подобных операций и суммы оборота акций огромны. Например, в 1988 г. совокупная стоимость акций компаний, которые были куплены, реструктурированы, а также выкуплены самими эмитентами из обращения, по данным журнала "Форчун", составила 112 млрд. долл. И это еще не считая крупнейшей операции в истории рынка — выкупа компании "Ар-джи-ар Набиско", который был завершен только в 1989 г. В действительности в течение 5 лет (с 1984 по 1988 г.) стоимость акций в операциях слияний, поглощений и выкупа компаний составила $1^1/_4$ трлн. долл.! Посмотрите на список, который дан ниже, — в нем указаны отдельные компании из тех, что были поглощены:

"Ар-джи-ар Набиско"	"Лаки сторз"
"Крафт фудс"	"Макмиллан паблишн"
"Федерал депатмент сторз"	"Беатрис кос."
"Стерлин драг"	"Эр-си-эй"
"Хоумстейк майнинг"	"Харпер Роу"
"Медиа дженерал"	"Американ стэндард"
"Джи-эй-эр корп."	"Борг Уорнер"
"Копперс"	"Р.Х. Мэйси"
"Сэйфуэй сторз"	"Силаниз"
"Файрстоун тайр энд раббер"	"Америкэн моторс"

Ясно, что это известнейшие компании, и большинство их мило сердцу рядовых американцев. Все эти компании имеют одну общую черту: вы больше не можете купить их акции, так как они более не продаются на открытом рынке.

Как осуществляются поглощения и слияния. Как правило, операции слияния и поглощения происходят в виде открытой покупки акций за наличные или свопа акций. Сделки за наличные наиболее типичны и предпочтительны для инвестора (хотя по операциям обмена акциями не выплачиваются налоги на прирост капитала до тех пор, пока эти акции не продаются купившим их инвестором). После завершения операции купленная компания перестает существовать как независимая хозяйственная единица и либо становится подразделением или филиалом компании—инициатора операции, либо вливается в нее. Акционеры возвращают свои акции и получают взамен деньги. Как правило, курсы акций, приобретаемых в таких операциях, устанавливаются *выше преобладавшего* до сделки рыночного уровня, часто даже на 50% или более. Курсы акций *компании-покупателя* (если покупатель вообще представлен компанией, а не индивидуальным корпоративным "налетчиком" или некой группой инвесторов) обычно остаются на прежнем уровне или даже снижаются. Причина состоит в том, что повышенный курс, который выплачивается за приобретаемую компанию, будет отражать более высокий показатель "кратное прибыли", чем аналогичный показатель компании-покупателя, поэтому происходит "разводнение" показателя прибыли на акцию.

Необходимо различать два типа операций: с точки зрения мотивов покупателя они делятся на операции, вызванные *финансовыми причинами*, как, например, покупка "Ар-джи-ар Набиско" (которую мы рассмотрим ниже), и *стратегические приобретения*, связанные со *структурными сдвигами* в компании, когда покупатель стремится нарастить рыночную долю или расширить сферу своего бизнеса. Классическими примерами такого стратегического приобретения являются покупка компанией "Филип Моррис" корпорации "Крафт", а также захват компанией "Дженерал электрик" компании "Роупер ко."

Чтобы получить представление о том, как протекает такая операция, рассмотрим покупку корпорации "Чемпион продактс" компанией "Сара Ли корп." В конце 1988 г. акции "Чемпион продактс" продавались по 35 долл. В марте 1989 г. все акции этой компании были куплены гигантом "Сара Ли корп." по 77 долл. за акцию. Что нашли менеджеры компании "Сара Ли" в производителе бытовой и рабочей одежды? Известную торговую марку на рынке с хорошими перспективами роста. Но, кроме того, они предвидели возможность органичного включения "Чемпион продактс" в свое швейное подразделение и собственные хорошо развитые сбытовые каналы, а также большие финансовые возможности в целях достижения более быстрого роста выручки и прибылей, чем это было под силу "Чемпион продактс" до данной сделки. И в этих целях акционеры компании "Сара Ли" были согласны заплатить за акции по курсу, который в 1988 г. в 19 раз превышал прибыль на акцию "Чемпион продактс".

Почему столь часты операции поглощения? Сильный импульс для осуществления поглощений и слияний обусловлен целым рядом факторов. Во-первых, *многим компаниям свойственно неудачное управление*, и поэтому они превращаются в потенциальную мишень для других. Поглощение компании "Пилсбери", — хорошо известной благодаря ее торговой марке, но отстающей по ряду финансовых показателей, — корпорацией "Гранд мет" относится к таким примерам. Во-вторых, *многие акции недооценены* по сравнению с их внутренней подлинной стоимостью. В-третьих, существуют *колоссальные капиталы и возможности получения огромных кредитов* для подобных операций. В-четвертых, многие специалисты считают, что немаловажным фактором являются комиссионные инвестиционных банков, выступающих посредниками в проведении слияний и поглощений. Ставки таких комиссионных составляют от $^1/_2$ до 1% суммы сделки. А суммы, в свою очередь, просто громадны. Например, в поглощении корпорации "Ар-джи-ар Набиско" комиссионные, которые были выплачены таким компаниям, как "Дрексел Бернхэм" и "Ширсон Леманн Хаттон", составили 300 млн. долл. Юридические консультационные фирмы с Уолл-стрита, которые всегда участвуют в подобных операциях, конечно же, не работают за минимальную зарплату! Когда американский суд приговорил в 1989 г. Майкла Милкена из компании "Дрексел Бернхэм"* к штрафу, обнародование факта получения

* Майкл Милкен, инвестиционный брокер компании "Дрексел", стал известен благодаря разработке и посредничеству в размещении выпусков облигаций корпораций, которые выкупаются (в том числе и самим персоналом корпорации) на основе крупных займов и поэтому превращаются в спекулятивные ценные бумаги. Посредничество в операциях с такими ценными бумагами стало источником крупных доходов для компании "Дрексел Бернхэм". *(Прим. науч. ред.)*

им 500 млн. долл. на подобных операциях в 1988 г. потрясло даже наблюдателей с Уолл-стрита.

Выкуп корпораций на основе заемных средств

Выкуп компании на основе займов, как правило, используется для того, чтобы преобразовать компанию в акционерное общество закрытого типа. В отличие от слияний или поглощений выкуп не связан с приобретением одной компанией другой. Вместо этого акции выкупаемой компании приобретаются либо ею самой (в лице группы ее высших менеджеров), либо инвестиционной компанией, которая специализируется на подобных операциях. Выкуп компании в кредит — это, по существу, инструмент, с помощью которого осуществляются такие сделки. Почему компания стремится превратиться в закрытое общество? Обычно потому, что возникает ситуация, когда ее акции неверно оцениваются рынком, или, другими словами, курсы ее акций недостаточно высоки с точки зрения ее менеджеров. Начиная с 80-х годов выкуп в кредит применялся для проведения поглощений таких компаний, как "Ар-джи-ар Набиско", на покупку акций которой потребовалось 27 млрд. долл., или "Швэб сейф" (шт. Индиана), которая была выкуплена ее менеджерами за 9 млн. долл. Помимо выкупа компаний как целых единиц, возникла тенденция реорганизации крупных корпораций, когда они позволяют персоналу выкупить их неэффективные подразделения.

Механизм выкупа в кредит чрезвычайно прост. Ключевое различие между выкупом в кредит и традиционным подходом, при котором компании покупают за наличные или на основе свопа акций (обмена акциями), заключается *в высокой доле заемных средств* или в использовании *финансового рычага*. Заемный капитал может доходить до 90% (или даже больше) всей суммы сделки. Это означает, что новые собственники компании приобретают контроль над этим бизнесом в обмен всего лишь на 10% капитала, необходимого для проведения всей операции. Поэтому после выкупа ее управляющие сосредоточивают всю деятельность компании исключительно на создании потока денежных средств для обслуживания столь крупного долга. А это, в свою очередь, требует продажи части активов и существенного снижения затрат.

Финансовые ресурсы для выкупленных компаний поступают от компании-инициатора (такой, как, например, "Колберг, Крэвис, Робертс", выкупившей "Ар-джи-ар Набиско", которая использовала деньги своего пенсионного фонда), а также в виде крупных банковских займов (при этом банк требует ставку процента на полтора-два процента выше, чем по традиционным кредитам) или от выпуска в обращение высокодоходных спекулятивных облигаций, получивших название "бросовые". Очевидно, что выкуп компаний в кредит относится к операциям, *мотивы которых имеют чисто финансовый характер*, и они предназначены, по существу, лишь для того, чтобы позволить участникам сделки *разбогатеть* и в отдельных случаях весьма значительно! Неудивительно, что компании, считающиеся наилучшими кандидатами для таких операций, — это компании с устойчивым финансовым положением, значительным потоком денежных средств, относительно скромными расходами на капиталовложения и массой неиспользованных возможностей получения кредитов. Такая компания может не только быть кредитоспособной, что необходимо для выкупа на основе займов, но и служить источником денежного потока, нужного для обслуживания

подобного долга. Выкуп на базе займов типичен для текстильной, пищевой промышленности, розничной торговли, так как в этих отраслях часто встречаются компании с крупным потоком денежных средств и относительно невосприимчивые к циклическим колебаниям экономики.

Становятся ли компании после такого выкупа более эффективными? Это непростой вопрос. Конечно, вынужденное внимание к проблеме потока денежных средств для обслуживания долга заставляет менеджеров избавляться от ненужных затрат и повышать производительность ресурсов, но ведь это и есть их постоянная работа. Снижение расходов на исследования и разработки, а также на рекламу, которые обычно составляют две важные мишени политики снижения затрат в таких компаниях, может причинить компании больше вреда, чем пользы, с точки зрения будущего.

Есть ли проигравшие в таких операциях выкупа? Безусловно. Помимо того что значительная часть персонала будет уволена, каждый занятый в этой компании находится в течение многих месяцев под психологическим прессом, вызванным неопределенностью будущего. Нет ничего приятного в том, что ты ощущаешь себя частицей в большой игре финансовой *монополии*. Проигрывают также и администрации округов, когда начинаются увольнения персонала таких компаний или когда компания переходит в руки новых собственников, которые не привержены, как прежние, идее поддержки данной территории и идее благотворительности. Наконец, проигрывают и владельцы облигаций, выпущенных таким компаниями, так как, принимая новые долги, *компания подталкивает рейтинг прежних выпусков облигаций вниз* и их курсы падают. Это означает появление для владельцев облигаций нового вида риска — *риска случайных событий*. Очевидно, что последняя проблема может быть решена путем внесения запретительных оговорок в контракт о выпуске облигаций либо через установление по ним более высоких ставок процента.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- На завершающей стадии анализа ценных бумаг необходимо сделать оценку инвестиционной привлекательности компании и ее акций, что предполагает формулирование ожиданий инвестора по поводу перспектив компании и потенциального риска, динамики доходности ее акций.
- Такие показатели, как прогнозная выручка от реализации продукции, прогнозные прибыли, ожидаемые дивиденды, важны для оценки стоимости акций, основанной на доходности и риске.
- Существуют различные приемы оценки акций, включая модель оценки дивидендов, в которой стоимость акции выводится через будущие дивиденды компании и ее норму капитализации.
- Еще один популярный подход к оценке стоимости акций — это определение текущей (приведенной) стоимости, в соответствии с которой инвестор может определить справедливый курс акций и полную доходность, рассчитанную с учетом реинвестирования будущих дивидендов, если он располагает информацией об ожидаемых дивидендах и будущем курсе акций в течение определенного горизонта инвестиций.

- Используя одну из моделей, мы можем оценить целесообразность приобретения акции для инвестиционного портфеля: если ее полная доходность равна или выше требуемой нормы доходности инвестиций или если ее расчетная стоимость равна или выше текущего курса акций, то приобретение оправданно.

- Чтобы определить целесообразность вложения денег в акции, инвестору предстоит установить требуемую норму доходности инвестиций, т.е. минимальную ставку доходности, которую он должен получить в качестве компенсации риска; ее определяют на основе любой продвинутой модели оценки стоимости акций.

- Еще одна стадия аналитического процесса — это технический анализ акций. С его помощью изучаются динамика курсов на рынке акций и соотношение различных экономических сил. Инвесторы часто используют технический анализ для принятия инвестиционных решений.

- Существуют разные подходы к техническому анализу, включая использование данных об акциях-символах, рыночных индикаторах, таких, как объем рынка, глубина рынка, "непокрытая" позиция, торговля неполными лотами, индекс уверенности. Вероятно, одним из наиболее известных инструментов технического анализа является составление графиков. Некоторые специалисты считают, что кривые курсов акций сообщают некие данные о возможных будущих тенденциях, которые сложатся на рынке в целом.

- В последние годы значение и технического, и фундаментального анализа подверглось критике из-за появления гипотезы случайных движений курсов акций; действительно, существуют многочисленные факты, которые указывают на случайный характер изменения курсов.

- Концепция эффективного рынка капитала — это попытка объяснения причин случайного изменения курсов акций. Главная идея этой теории заключается в том, что имеющаяся информация о компании и ее акциях всегда полностью отражается на курсе, а следовательно, инвесторам не надо надеяться "обыграть" рыночный механизм. В то время как некоторые инвесторы считают, что рынок ценных бумаг совершенно эффективен, существует и другой подход, сторонники которого рассматривают рынок как рационально эффективный.

- Некоторые существенные процессы произошли на рынке акций за последние годы, и они привели к значительным изменениям в степени устойчивости курсов акций и способах торговли акциями. Сегодня можно наблюдать, как институциональные инвесторы и сами корпорации захватили значительную часть операций с акциями, участвуя в поглощениях компаний, выкупе их на основе займов и в программной торговле.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Важна ли информация о будущей прибыли компании для оценки целесообразности инвестиций в ее акции? Обсудите, как подобная информация, а также другие оценочные данные о компании связаны с моделями оценки акций.

2. Инвестор считает, что в следующем году выручка компании за реализованную продукцию достигнет 75 млн. долл., компания имеет 2,5 млн. акций в обращении, ее норма чистой рентабельности реализации составляет около 5%, а коэффициент выплаты дивидендов — 50%. Все эти данные сохранятся неизменными в течение одного года. Подсчитайте:

   а) предполагаемую прибыль следующего года;
   б) дивиденды на акцию в следующем году;
   в) предполагаемый курс акций (при допущении, что коэффициент "кратное прибыли" равен 12,5).

3. Поясните, какие шаги должен предпринять инвестор, чтобы составить прогноз следующих данных о компании:

   а) выручка;
   б) норма чистой рентабельности;
   в) "кратное прибыли".

4. Могут ли перспективы роста компании влиять на показатель "кратное прибыли"? Поясните ваш ответ. Может ли размер долга, который использует компания, влиять на этот показатель? Что такое рыночный мультипликатор и как он может быть использован в определении коэффициента "кратное прибыли" *(P/E)* для данных акций? Совпадают ли понятия: относительная величина коэффициента "кратное прибыли" и рыночный мультипликатор?

5. Опишите модель оценки дивидендов. В чем состоит разница между моделью оценки дивидендов, растущих одинаковым темпом, и дивидендов, растущих изменяющимся темпом?

6. Шарлин Льюис обдумывает возможность покупки акций компании "Эдьюкейшн" по 50 долл. за акцию. Она считает, что курс акций поднимется до 75 долл. в течение трех ближайших лет, на протяжении которых она также предполагает получать по 5 долл. дивидендов на акцию.

   а) Какова внутренняя стоимость акций, если требуемая норма доходности равна 10%?
   б) Какова приблизительная доходность этих акций?

7. Компания планирует платить по 1,5 долл. дивидендов на акцию в наступающем году. Требуемая норма доходности инвестиций — 16%, дивиденды будут расти на 7% в год. Определите стоимость обыкновенных акций этой компании.

8. Допустим, вы располагаете следующей информацией об акциях "Баффорд Бюргер Барнс": прошлые дивиденды компании — 4 долл. на акцию; ожидается, что они вырастут до 4,32 долл. в следующем году, до 4,67 долл. еще через год и до 5,04 долл. на акцию через два года. Через три года курс акций будет равен 77,75 долл.

   а) Используя модель приведенной (текущей) стоимости акций и требуемую норму доходности инвестиций в 15%, определите стоимость этих акций.
   б) Если дивиденды будут расти на 8% в год, а требуемая норма доходности инвестиций по-прежнему будет равна 15%, используйте модель оценки дивидендов для определения стоимости акций.
   в) Пусть дивиденды в году 3 действительно составят 5,04 долл. на акцию, темп роста дивидендов останется на уровне 8%, а требуемая норма доходности инвестиций составит 15%. Используя модель оценки дивидендов, найдите курс акций в конце года 3. Обратите внимание на то, что в этом случае стоимость акций будет зависеть от дивидендов года 4 (D_4), которые равны $D_3(1+g)$. Видите ли вы какое-то сходство между вашим ответом и прогнозным курсом, данным в задании?

9. Допустим, вы размышляете над покупкой акций компании "Юниден электроникс". У вас есть такие данные: годовой дивиденд — 2,50 долл. на акцию (и он не изменится в течение ближайших лет, так же как и другие переменные); акции продаются с "кратным прибыли", равным 12, фактор "бета" равен 1,15; кроме того, ставка доходности безрисковых активов составляет 7,5%, а ставка рыночной доходности — 14%. Вы собира-

етесь владеть этими акциями в течение трех лет, и в конце этого периода прибыль на акцию составит 7 долл. Если текущий курс акций — 55 долл., определите ожидаемую доходность акций (используя формулу приблизительной доходности). Определите также стоимость этих акций. Удачны ли данные инвестиции?

10. Определите и объясните три разных способа оценки стоимости акций. Покажите, как подобная информация используется в инвестиционных решениях.

11. Курс акций компании — 75 долл.; дивиденды на обыкновенные акции не выплачиваются, и г-н Боссард предполагает, что курс акций поднимется через три года до 100 долл. Целесообразна ли покупка акций, если требуемая норма доходности инвестиций равна 10%?

12. Объясните смысл концепции требуемой нормы доходности инвестиций и ее роль в оценке стоимости акций.

13. Объясните, как учитывается фактор риска в оценке стоимости акций.

14. Акции компании "Драбл" продаются при условии, что их "кратное прибыли" равно 14; ожидается, что дивиденды на эти акции составят 2 долл. на акцию в течение следующих 5 лет, а прибыль на акцию будет равна 5 долл. в году 5. Используя модель приведенной стоимости акции и ставку дисконтирования 12%, определите справедливый курс акций.

15. Компания имеет в настоящее время выручку за реализованную продукцию 250 млн. долл. Ожидается, что она возрастет в следующем году на 20%. А в году 2 выручка вырастет только на 10%. В течение двух предстоящих лет компания будет иметь чистую рентабельность 8%, коэффициент выплаты дивидендов —50% и 15 млн. акций в обращении. По акциям компании всегда складывается стабильный коэффициент "кратное прибыли", и инвестор оценивает требуемую норму доходности инвестиций в 20%. Исходя из этих данных, определите:

    а) внутреннюю стоимость акции;
    б) ее приблизительную доходность (пусть курс равен 15 долл. за акцию);
    в) доходность за период владения для года 1 и года 2.

16. В чем состоит цель технического анализа акций? Объясните, как и почему он используется специалистами. Покажите, чем он может быть полезен при принятии инвестиционных решений.

17. Может ли рынок существенно влиять на динамику курса отдельно взятой акции? Объясните ваш ответ.

18. Кратко определите перечисленные ниже понятия, исходя из предположения о том, что рынок находится в состоянии, которое в техническом анализе называют устойчивым:

    а) глубина рынка;
    б) теория Доу;
    в) акции-символы;
    г) теория "противоположного мнения";
    д) "голова и плечи".

19. Что такое график акций? Какого вида информация может быть представлена графически? Какова цель подготовки графиков?

20. В чем заключается гипотеза случайных движений курсов и как ее применяют по отношению к акциям? Что такое эффективный рынок? Как рынок может быть эффективным, если курсы акций движутся случайным образом?

21. Объясните, почему трудно, если вообще возможно, постоянно "обыгрывать" рыночный механизм.

22. Как применяются гипотеза случайных движений курсов и концепция эффективного рынка капиталов в техническом анализе? Как они используются в фундаментальном анализе? Означают ли гипотеза случайных движений курсов и концепция эффективно-

го рынка капиталов, что фундаментальный анализ и технический анализ бесполезны? Объясните вашу позицию.

23. Покажите, какими способами зарубежные инвесторы могут влиять на американский рынок акций и облигаций. Определите понятие "институциональный инвестор". Как все они влияют на рынок акций? Покажите, в чем заключается растущая роль корпораций как главного участника рынка акций. Могут ли они действительно серьезно влиять на вторичный рынок акций?

24. В чем состоит разница между поглощением и выкупом компании на основе заемных средств? Как эти операции влияют на курсы акций? Кратко опишите программную торговлю акциями. Ведет ли она к росту неустойчивости курсов акций? Как вы считаете, поглощения, выкуп компании на основе займов и программная торговля укрепляют или ослабляют рынок акций? Объясните вашу позицию.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

8.1. Крис ищет способ нового вложения капитала

Крис Норман — молодой голливудский сценарист, который успешно начал свою карьеру на телевидении. После завершения нескольких удачных телесценариев он был назван ведущим сценаристом одной из наиболее популярных программ. Крис понимает, что его профессиональная область достаточно неустойчива, и по совету своих родителей принимает решение начать разработку инвестиционной программы. Крис получит около 500 тыс. долл. за данный год, и в соответствии со своим возрастом, уровнем доходов и стремлением быстро сделать деньги он решает вложить капитал в спекулятивные акции растущих компаний.

Вместе со своим брокером он разрабатывает диверсифицированный портфель спекулятивных акций. Недавно он получил от брокера информацию о новом многообещающем выпуске акций и предложение изучить эти данные и, если Крис сочтет нужным, купить 1000 акций. По мнению брокера, выручка за реализованную продукцию этой компании будет выглядеть следующим образом:

Годы	Выручка (в млн. долл.)
1-й	22,5
2-й	35,0
3-й	50,0

Компания имеет 1,2 млн. акций в обращении (которые продаются в настоящее время по курсу $62^1/_2$ и по ним не выплачиваются дивиденды), и ей удалось добиться феноменальной нормы рентабельности в 20%. Акции компании продают с коэффициентом "кратное прибыли", равным 25, который несколько выше среднего уровня. Все эти параметры сохранятся без изменений в ближайшем будущем.

Вопросы

1. Оценивая акции:
   а) подсчитайте чистую прибыль компании и прибыль на акцию за каждый из трех лет;
   б) определите курс акций, который может сложиться через три года;
   в) при условии сохранения всех параметров и покупки акций по курсу $62^1/_2$ определите приблизительную доходность акций;
   г) объясните, с какими рисками сталкивается инвестор, покупая эти акции;

д) считаете ли вы, что данные акции — удачный инструмент инвестиций? Объясните вашу позицию.

2. Рассматривая его инвестиционную программу в целом, объясните:

а) что вы думаете о ней? В чем вы видите ее сильные и слабые стороны?

б) можете ли вы высказать какие-либо замечания?

8.2. Анализ акций с высоким потенциалом роста

Гленн Уилт недавно закончил университет и работает исследователем в брокерской компании "Липман, Брикбэтс энд Шафт" в Канзас-сити. Гленн изучает один из самых перспективных выпусков Уолл-стрита — акции компании "Си энд ай констракшн сапплаерз", которая только что продемонстрировала выдающиеся финансовые результаты и, что еще более важно, прекрасные перспективы роста. У компании 5 млн. акций в обращении, годовой дивиденд — 25 центов на акцию. Гленн Уилт, заинтересовавшись этой компанией, хочет понять, имеет ли она инвестиционную привлекательность в долгосрочном плане. За последние 5 лет выручка за реализованную продукцию у компании составила:

Годы	Выручка (в млн. долл.)
1985	10,0
1986	12,5
1987	16,2
1988	22,0
1989	28,5

Уилт рассматривает будущие возможности компании, и поэтому он подготовил ее оценочные параметры:

Ожидаемая норма чистой рентабельности	$12^1/_2$%
Ожидаемый дивиденд на акцию	25 центов
Акций в обращении	Без изменений
Коэффициент "кратное прибыли" в конце 1990 г.	35
Коэффициент "кратное прибыли" в конце 1991 г.	50

Вопросы

1. Определите средний темп роста выручки за последние пять лет:

а) используйте найденный темп роста для прогноза выручки на 1990 и 1991 гг.;

б) определите чистую прибыль компании и прибыль на акцию для 1990 и 1991 гг.;

в) определите ожидаемый будущий курс акций в конце двухлетнего периода.

2. Оценивая влияние некоторых внутренних и внешних рыночных факторов, Уилт понимает, что требуемая норма доходности инвестиций должна составлять 20%:

а) используя этот показатель, определите подлинный курс акций;

б) если акции этой компании продаются сейчас по 25 долл., следует ли считать, что они являются удачными инструментами инвестиций?

3. Акции компании активно обращаются на Американской фондовой бирже и имеют высокую доходность. Недавние курсы на момент закрытия торгов приведены ниже:

а) подготовьте график курсов, используя масштаб "1 пункт" (1 клетка = 1 долл.);

б) объясните, как подобные графики используются аналитиками в техническом анализе;

в) назовите еще несколько технических индикаторов и покажите, как они могли бы использоваться в техническом анализе.

Курсы акций на момент закрытия торгов

14 ← (15.08.89)	$18\frac{1}{2}$	20	$17\frac{1}{2}$
$14\frac{1}{4}$	$17\frac{1}{2}$	$20\frac{1}{4}$	$18\frac{1}{2}$
$14\frac{7}{8}$	$17\frac{1}{2}$	$20\frac{1}{4}$	$19\frac{3}{4}$
$15\frac{1}{2}$	$17\frac{1}{4}$	$20\frac{1}{8}$	$19\frac{1}{2}$
16	17	20	$19\frac{1}{4}$
16	$16\frac{3}{4}$	$20\frac{1}{4}$	20
$16\frac{1}{2}$	$16\frac{1}{2}$	$20\frac{1}{2}$	$20\frac{7}{8}$
17	$16\frac{1}{2}$	$20\frac{3}{4}$	21
$17\frac{1}{4}$	$16\frac{1}{8}$	$20\frac{1}{2}$	$21\frac{3}{4}$
$17\frac{1}{2}$	$16\frac{3}{4}$	20	$22\frac{1}{2}$
18	$17\frac{1}{8}$	$20\frac{1}{4}$	$23\frac{1}{4}$
18 ← (30.09.89)	$17\frac{1}{4}$	20	24
$18\frac{1}{2}$	$17\frac{1}{4}$	$19\frac{1}{2}$	$24\frac{1}{4}$
$18\frac{1}{2}$	$17\frac{1}{4}$14 ← (31.10.89)	$19\frac{1}{4}$	$24\frac{1}{8}$
$18\frac{3}{4}$	$17\frac{3}{4}$	$18\frac{1}{4}$ ← (30.11.89)	$24\frac{3}{4}$
19	$18\frac{1}{4}$	$17\frac{1}{2}$	25
$19\frac{1}{8}$	$19\frac{1}{4}$	$16\frac{3}{4}$	$25\frac{1}{2}$
$18\frac{7}{8}$	$20\frac{1}{2}$	17	$25\frac{1}{2}$ ← (31.12.89)

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Cullen, Robert. "Patterns For Profit". *Personal Investor*, November 1987, pp. 53—52.

Donnelly, Barbara. "Finding the Common Denominator of Winning Stocks". *The Wall Street Journal*, January 11, 1989, p. C1.

Farrell, James L., Jr. "The Dividend Discount Model: A Primer". *Financial Analysts Journal*, November/December 1985, pp. 16—25.

Fielitz, Bruce D., and F.L. Mullen. "A Simplified Approach to Common Stock Valuation". *Financial Analysts Journal*, November/December 1985, pp. 35—41.

Fredman, Albert J. "The January Effect". *Personal Investor*, January 1988, pp. 40—45.

Morgenson, Gretchen. "A Checklist for Stock Market Prognosticators", *Forbers*, May 4, 1987, pp. 110—114.

Schiffres, Manuel. "How To Tell If The Bear Is Back". *Changing Times*, November 1987, pp. 67—72.

Schiffres, Manuel. "Unloved Stocks You Can Buy At A Discount". *Changing Times*, November 1988, pp. 97—102.

Serwer, Andrew E. "Spotting Takeover Stocks Before The Buyout Bids Are Made". *Fortune*, November 21, 1988, pp. 49—50.

Smith, James R. "Underperforming Assets: Guidelines for When to Sell". *AAII Journal*, September 1988, pp. 5—6.

ЧАСТЬ II

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: обыкновенные акции

На недавнем семинаре по инвестициям ведущего аналитика из крупнейшей брокерской конторы спросили, что он считает единственным наиболее важным фактором при поиске недооцененных акций. Он ответил: "Компьютер", — объяснив это так: "Буквально невозможно провести сортировку *(screen)* среди тысяч активно торгуемых акций без помощи компьютера. Имея доступ к базе данных и компьютер, вы можете быстро отделить зерна от плевел и выявить те возможности, которые наилучшим образом отвечают вашим инвестиционным целям". Многие годы профессиональные финансовые менеджеры пользовались компьютерами для анализа финансовых данных в поисках акций, которые являются недооцененными с точки зрения фундаментального анализа. Теперь индивидуальные инвесторы располагают теми же возможностями.

Как правило, инвесторы, покупающие обыкновенные акции, могут использовать компьютеры для выполнения одной из четырех различных функций: 1) для сортировки акций, т.е. для применения программ и базы данных, которые быстро и легко выберут среди тысяч акций те несколько, что будут удовлетворять предварительно заданному инвестиционному критерию; 2) для проведения фундаментального анализа и оценки акций, т.е. для проведения анализа финансового состояния и результатов деятельности фирмы наряду с выявлением "внутренней" стоимости акции; 3) для выполнения углубленного технического анализа акций и рынков, который может включать все — от подготовки графиков до генерирования всевозможных технических рыночных показателей (скользящих средних, соотношений числа цен, которые выросли, и упавших котировок *(advance-decline)* и т.д.); 4) в целях портфельного управления, т.е. для отслеживания характеристик риска — отдачи отдельных акций и целых портфелей акций (см. часть VI, где обсуждается портфельное управление на базе компьютерных технологий). Многие реальные достижения портфельного управления на основе компьютерных технологий могут быть приписаны появлению и развитию компьютеризованных баз данных, которые в буквальном смысле преврати-

ли домашние компьютеры в интерактивные библиотеки инвестиционной информации. Действительно, многие из отмеченных выше программ сортировки, анализа и оценки акций в значительной мере опираются на такие базы данных в качестве источников информации. По сути, эти базы данных позволяют пользователям получать немедленный доступ к огромным массивам исторической и оперативной информации о тысячах компаний и ценных бумаг — от данных финансовой отчетности и коэффициентов *(ratios)* до рыночных доходов и цен.

Хотя существует выбор между сотнями компьютерных программ с разумным уровнем цен, ниже дается краткое описание наиболее популярных видов ориентированного на работу с акциями программного обеспечения, которое в настоящее время доступно широкому инвестору.

- *Value/Screen (Value Line Inc., 711 Third Avenue, New York, NY 10017; 800/654-0508;* от 232 до 495 долл. в год в зависимости от частоты обновления; компьютеры серии *Macintosh,* а также *IBM PC* и совместимые с ними). Эта программа позволяет быстро и легко сортировать базу данных из 1700 акций для поиска тех выпусков, которые удовлетворяют вашим личным инвестиционным критериям. Периодически пользователь получает дискету с обновленной информацией, включающей 32 ключевых инвестиционных параметра (например, "бету" акции, отношение "цена/доход" *(P/E),* темпы роста курса, дивидендную доходность и пр.) для каждой акции в базе данных. Эти 32 параметра делятся на показатели оценки стоимости, рыночную информацию, результаты, полученные в прошлом, а также оценки и прогнозы. Для сортировки базы данных надо просто заполнить на экране форму, в которой значатся все параметры поиска. Далее программа *Value/Screen* сообщает о числе акций, которые удовлетворяют вашим требованиям, а также позволяет выдать на печать список отсортированных акций. Таким образом, за считанные минуты инвестор может получить список акций в форме, удобной для дальнейшего анализа.
- *CompuServe (CompuServe Information Services, 5000 Arlington Centre Blvd., Columbus, OH 43220; 800/848-8990;* 70 долл. плюс повременная такса от 6 до 12,50 долл. в час; любой компьютер с модемом). Программа легка в освоении, запросы исполняются практически мгновенно. Она служит в качестве канала подключения к другим ресурсам, и в результате подписчики получают доступ к таким базам данных, как *Value Line* и *Standard & Poor's* (каждая из которых предоставляет разнообразную финансовую и рыночную информацию по множеству компаний и ценных бумаг), прогнозам доходов более чем по 2400 компаниям от *Institutional Brokers' Estimate System,* предоставленной Комиссией по ценным бумагам и биржам *(SEC)* детальной финансовой отчетности по 1000 с лишним компаниям и др. Будучи подписчиком, вы имеете моментальный доступ к любой этой информации: нужно просто объявить, что вы хотите увидеть, — и практически мгновенно все это появится на экране вашего компьютера. Подписчики также могут торговать акциями, облигациями и опционами через сетевую электронную связь с одной из ведущих дисконтных брокерских контор Нью-Йорка.
- *Market Analyzer Plus (Dow Jones & Co., P.O. Box 300, Princeton, NJ 08540; (800) 257-5114;* компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Програм-

ма использует ряды котировок акций, автоматически полученные в системе *Dow Jones News/Retrieval*, для построения графиков и проведения разнообразных операций технического анализа. Программа не только изображает диаграммы практически для любой акции, но также вычисляет и выводит на дисплей множество параметров технического анализа, включая балансовый объем *(on-balance volume)*, скользящие средние, диаграммы накопленных частот и распределения и пр.; с помощью этой программы пользователь даже может задавать и изображать графически собственные индикаторы.

- *Compustock (A.S. Gibson & Sons, 1412 E. Vineyard Drive, Bountiful, UT 84010; 801/298-4578;* от 59 до 64 долл., компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Эта программа прежде всего применяется для фундаментального анализа и оценки акций, в ней используются исторические данные для прогноза цен, доходов, дивидендов и совокупных поступлений; кроме того, программа анализирует и оценивает будущее финансовое состояние рассматриваемых компаний. Для демонстрации трендов, "прочности" или "слабости" тенденций *(strengths, weaknesses)* используются графики; инвестор выбирает данные для анализа, которые могут быть введены вручную или получены в результате подписки на ежемесячно обновляемую базу данных фондового рынка, содержащую информацию более чем по 1000 широко распространяемых акций.
- *Fundamental Investor (Savant Corp., P.O. Box 440278, Houston, TX 77244; 800/231-9000;* 395 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Эта программа не только проводит углубленный фундаментальный анализ, но также позволяет пользователю поддерживать обширную базу данных (свыше 35 параметров по 2000 акций в расчете на один диск); данные могут вводиться и редактироваться вручную или по модему. Аналитическая программа определяет набор финансовых и рыночных индикаторов на основе базовой финансовой информации (используя функции, аналогичные электронным таблицам); дает возможность сортировки всех ценных бумаг в базе данных в соответствии с заданными критериями; может сортировать акции по одному параметру или средневзвешенному агрегату нескольких параметров.
- *Technical Investor* (другая программа *Savant Corp.* — см. выше; 395 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это пакет для технического анализа, в котором графические возможности сочетаются с базой данных. Она способна хранить ежедневную информацию об объемах торговли и ценах (максимальной, минимальной и цене закрытия) за 40 лет и по 2500 ценным бумагам; доступна также информация о рыночных индексах. Графики представлены столбиковыми диаграммами цен и объемов; линиями цен закрытия, минимальных и максимальных; диаграммами; индикаторами положительного/отрицательного объемов; линиями сравнительной устойчивости *(strength)* и многим другим. Для сравнения диаграмм различных ценных бумаг на экране одновременно может быть изображено несколько акций (как на одном графике, так и на разных). Эта программа, очевидно, предназначена для серьезного инвестора.

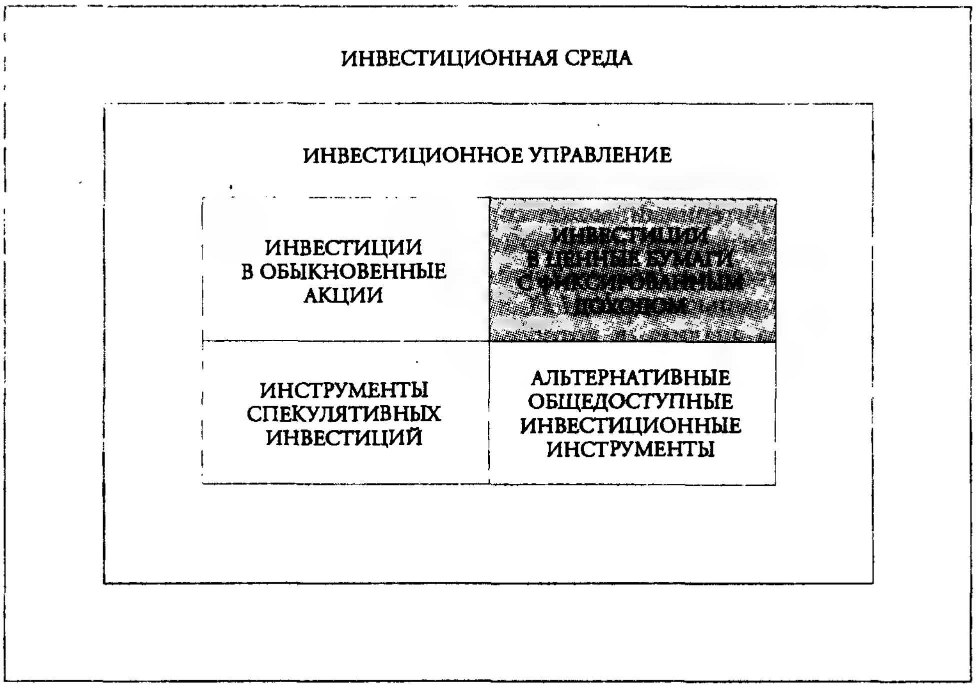
Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

ЧАСТЬ III
ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ

Часть III включает:

Глава 9. **Облигации как инвестиционный инструмент**

Глава 10. **Привилегированные акции и конвертируемые ценные бумаги**



Глава 9
Облигации как инвестиционный инструмент

Изучив эту главу, вы сможете:

- Объяснить основные инвестиционные качества облигаций и их привлекательность как инструмента инвестиций.
- Понимать важнейшие характеристики облигаций и принципы формирования их биржевого курса.
- Сравнивать преимущества и недостатки этих ценных бумаг, включая виды рисков, которым подвергается их покупатель.
- Определять различные виды облигаций в соответствии с целями инвестирования, которые способны обеспечить ценные бумаги с фиксированным доходом.
- Понимать фундаментальные принципы оценки облигаций и измерения их доходности.
- Разбираться в различных вариантах стратегий инвестирования в облигации, а также в способах их использования инвестором.

Облигации — *это долгосрочные долговые ценные бумаги, подтверждающие обязательство эмитента выплачивать фиксированный процент в течение определенного периода и возвратить основную сумму при наступлении срока погашения.*

В течение многих лет облигации считались достаточно примитивным и негибким способом вложения капитала, способным лишь обеспечить текущий доход и практически ничего сверх того. Однако такое положение сохранялось недолго; сегодня облигации относятся к одному из наиболее конкурентоспособных инвестиционных инструментов, обладающих потенциальными возможностями обеспечения привлекательной доходности в виде текущих процентов и/или прироста капитала. **Облигации** — это долгосрочные долговые ценные бумаги, находящиеся в открытой продаже; они выпускаются с различными номиналами целым рядом институтов-заемщиков, включая Казначейство США, различные государственные агентства федерального правительства США, отдельных штатов и муниципалитетов, корпорации, а также такие учреждения, как, например, частные благотворительные госпитали и церковные школы. Облигации очень часто относятся к категории *ценных бумаг с фиксированным доходом*, поскольку обязательства по обслуживанию долга носят фиксированный характер, т.е. инвестиционное учреждение обязуется периодически выплачивать фиксированный процент и фиксированную выкупную сумму по истечении установленного срока. Данная глава является первой из двух, посвященных различным типам ценных бумаг с фиксированным доходом; в ней мы будем рассматривать облигации, а в следующей — привилегированные акции и конвертируемые (обратимые) ценные бумаги. Давайте начнем с важных характеристик выпуска облигаций, включая источники дохода инвестора и различные особенности облигаций и виды выпусков.

ЗАЧЕМ ИНВЕСТИРОВАТЬ КАПИТАЛ В ОБЛИГАЦИИ?

Большинство людей не стали бы покупать дорогостоящую, но, по сути, "невидимую" собственность, тем более что на этом пути их подстерегает слишком много "ловушек". Не следует также ожидать, что предусмотрительный инвестор будет тратить деньги на ценные бумаги, о которых он не имеет представления; облигации в данном случае не являются исключением. Инвестор обязательно должен знать, во что он собирается вкладывать деньги, поскольку *множество представляющихся незначительными моментов может оказывать чрезвычайно большое воздействие на судьбу выпуска и на доход от конкретных инвестиций.*

Как и любой другой инвестиционный инструмент, облигации обеспечивают инвестору два вида доходов: 1) значительный текущий доход; 2) существенный прирост вложенного капитала. При этом текущий доход возникает из процентов, получаемых в течение срока, установленного условиями эмиссии. А доход в виде прироста капитала возникает всякий раз, когда происходит падение рыночной процентной ставки. Основное правило действий на рынке ценных бумаг состоит в том, что *движение рыночных процентных ставок и курсов облигаций происходит в противоположных направлениях.* С ростом рыночной процентной ставки курс ценных бумаг падает, а когда размер рыночной процентной ставки уменьшается, курс облигаций движется вверх. Таким образом, можно покупать облигации по одному курсу и, если обстановка с процентными ставками будет благоприятной, продавать их позднее по более высокому курсу. Разумеется, вполне возможна и потеря части капитала, если рыночные процентные ставки изменятся не в пользу инвестора. В целом, текущий доход и прирост капитала, обеспечиваемые об-

лигациями, могут стать основой достаточно высокой доходности, что повышает привлекательность и конкурентоспособность инвестиций в облигации по сравнению с другими инструментами.

Кроме того, облигации являются не только высокодоходным, но и многовариантным инструментом инвестирования. Они могут использоваться в консервативных стратегиях теми, кто прежде всего (или исключительно) стремится получить высокий текущий доход. (Действительно, Закон о налоговой реформе от 1986 г. повысил привлекательность ценных бумаг типа облигаций, ориентированных на получение дохода, поскольку этим законом резко снижены ставки налогов на доходы от процентов, что означает более высокую доходность после выплаты налогов.) В противоположность этому ценные бумаги с фиксированным доходом могут быть использованы и в агрессивных стратегиях инвесторами, которые стремятся к получению прироста вложенного капитала. Облигации в течение долгого времени рассматривались в качестве превосходного инструмента инвестиций теми, кто предпочитал текущий доход, и только после того, как рыночные процентные ставки выросли и стали нестабильны, облигации также получили признание в качестве спекулятивного инструмента. Это вызвано тем, что при данном соотношении курсов облигаций и ставок процента возможности выгодных спекуляций существенно возрастают с усилением частоты колебаний величины процентных ставок и ростом их размаха. Наконец, благодаря в целом высокой надежности многих выпусков облигаций они также могут быть использованы для сохранения и долговременного накопления капитала. Имея дело с выпусками облигаций, обладающих высоким рейтингом, инвестор уверен не только в возврате вложенных денег по истечении установленного срока, но и в поступлении текущих процентов. Конечно, инвесторам приходится сталкиваться с колебаниями курсов облигаций, однако если они запланировали долгосрочное владение этими ценными бумагами (и им не нужно продавать свои облигации в срочном порядке), то колебания такого рода не являются поводом для беспокойства, поскольку они, по сути, не оказывают воздействия на поступление доходов от соответствующих ценных бумаг.

Оценка рынка облигаций с точки зрения перспектив

Рынок облигаций приводится в движение процентными ставками. По сути дела, колебание ставок процента является единственной наиболее важной силой на этом рынке. Эти ставки влияют не только на величину текущего дохода инвесторов, но также и на прирост (или убыток) капитала владельцев облигаций. Поэтому неудивительно, что процентные ставки являются объектом постоянного внимания участников рынка, а характеристики рынка облигаций изучаются через призму структуры процентных ставок. Рисунок 9.1 позволяет отследить изменение величины ставок по облигациям более чем за 27-летний период — с 1961 по 1989 г. На рисунке показано, что после состояния относительной стабильности доходность по облигациям начала расти с 1965 г., а затем, в последующие 15 лет, ставки доходности по облигациям с высоким рейтингом почти утроились! Другими словами, уровень ставок доходности вырос с 4—5% в начале 60-х годов до более чем 16% в 1982 г. Однако затем ситуация начала меняться, уровень доходности

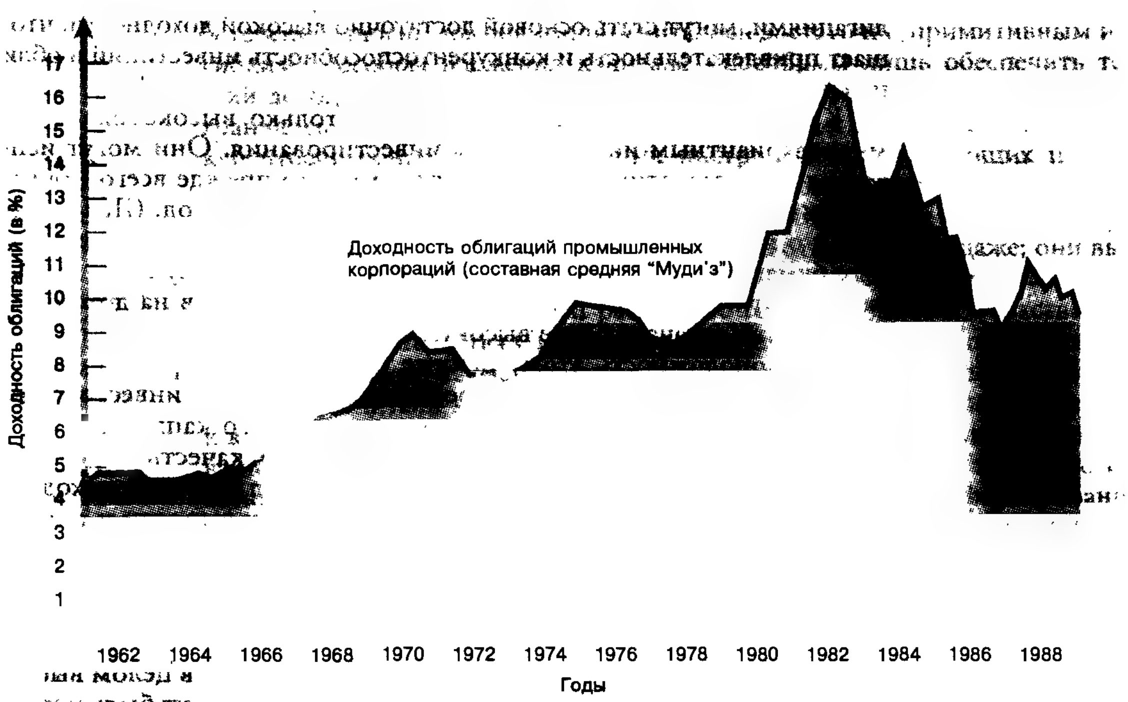


РИС. 9.1 Динамика доходности облигаций

После периода относительной стабильности ставки доходности по облигациям вступили в период небывалого подъема, а также обрели большую неустойчивость. Конечный результат состоял в том, что не только доходность по облигациям стала высококонкурентоспособной по сравнению с доходностью от других ценных бумаг, но облигации также обеспечивали инвесторам возможность прироста капитала.

облигаций резко понизился, и к 1986 г. ставки стали вновь выражаться числами первого десятка. Таким образом, после продолжительного периода рынка "медведей" (рынок облигаций называют *рынком "медведей"*, когда рыночные ставки процента удерживаются на высоком уровне или растут)* тенденции резко изменились, и инвесторы явились свидетелями появления одного из наиболее выраженных рынков "быков", просуществовавших с 1982 по 1987 г. (рынок облигаций становится *рынком "быков"*, когда процентные ставки низки или постоянно снижаются). И несмотря на рост процентных ставок в 1987—1988 гг., они быстро упали в 1989 г. до уровня, который не наблюдался с начала 70-х годов.

Совершенно так же, как и на рынке акций, *суммарный доход* на рынке облигаций складывается из текущего дохода и прироста или убытка капитала. Это неудивительно, поскольку рост процентных ставок означает снижение курсов, а возникновение рынка "медведей" — снижение доходности для владельцев облигаций. Допустим, что для инвесторов, только приступивших к операциям на рынке облигаций, крайне желательна более высокая рыночная доходность, поскольку она означает более высокий уровень текущего дохода в виде процентов; однако для инвесторов, *уже являющихся дер-*

* Курсы облигаций при этом падают. *(Прим. науч. ред.)*

жателями облигаций*, такая ситуация не слишком желательна, ибо доходы падают ***ниже*** ожидаемого уровня, что во многих случаях приводит к крупным потерям!

Посмотрите на табл. 9.1, в ней показаны полная годовая доходность и доходность к погашению (либо рыночная доходность на конец года) по корпоративным облигациям с высоким рейтингом за 40-летний период — с 1949 по 1988 г. Отметим, кстати, что доходность по облигациям начала снижаться в 1965 г., когда рыночные процентные ставки начали расти; по сути дела, с 1965 по 1981 г. (в течение не менее 8 лет) показатели доходности заходили за нулевую отметку. Интересно сравнить графу показателей рыночной доходности с графой показателей полной доходности. Например, в 1980 г. показатель рыночной доходности пошел вверх, однако полная доходность упала до 2,62%. В противоположность этому спустя два года, т.е. в 1982 г., показатель рыночной доходности "нырнул", а в результате полная доходность превысила 43,8%. Тот год положил начало рынку "быков", что отразилось на величине полной (годовой) доходности за период с 1982 по 1986 г.: в течение пяти лет курс корпоративных облигаций с высоким рейтингом вырос ***в три раза***, такой параметр прекрасно выглядит даже на фоне скачков курсов акций!

В дополнение к показателям полной (годовой) доходности табл. 9.1 содержит информацию о доходности за различные *периоды владения* облигациями, составляющие от 5 до 40 лет. Эти данные демонстрируют тип долгосрочной доходности по облигациям (ясно, что период 1982—1986 гг. был скорее исключением, чем правилом), т.е. они показывают, что *средняя годовая доходность порядка 8—10% по выпускам облигаций с высоким рейтингом не является чем-то невозможным*. Хотя подобный уровень доходности, вероятно, отстает от доходности по акциям (что вполне обоснованно в свете более низкого риска по облигациям), в действительности все обстоит не так уж плохо. Так что если вы сможете инвестировать 10 000 долл., скажем, под 9% на 15 лет, то нарастите капитал до 36 000 долл.

Важнейшие черты выпуска облигаций

Облигация представляет собой долгосрочный долговой инструмент, содержащий определенные обязательства со стороны эмитента. В отличие от держателей обыкновенных акций владельцы облигаций не имеют прав собственности или доли в капитале фирмы или институте, выпустившем облигацию. Это обусловлено тем, что облигации являются кредитными обязательствами, держатели облигаций всего лишь дают в долг свои деньги эмитенту; при таком характере отношений они не получают доли в собственности или каких-либо других прав и привилегий, которые могут сопровождать участие в собственности.

Процент по облигации и сумма погашения

Облигации принято считать ценными бумагами с фиксированным доходом, поскольку при отсутствии каких-либо торговых сделок с ними доход инве-

* У этой категории владельцев облигаций на первом плане стоит прирост капитала, который решающим образом зависит от уровня и тенденции движения курсов. Если доходность облигаций высока, то это означает снижение курсов. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 9.1 **Фактическая динамика доходности облигаций за 1949—1988 гг. (текущая доходность и полная доходность рассчитаны по корпоративным облигациям с высоким рейтингом)**

I. Годовая доходность и доходность к погашению

Годы	Текущая доходность облигаций на конец года* (в %)	Полная доходность (к погашению)** (в %)
1988	9,81	10,70
1987	10,33	– 0,27
1986	9,02	19,85
1985	10,63	30,90
1984	12,05	16,39
1983	12,76	4,70
1982	11,55	43,80
1981	14,98	– 0,96
1980	13,15	– 2,62
1979	10,87	– 4,18
1978	9,32	– 0,07
1977	8,50	1,71
1976	8,14	18,65
1975	8,97	14,64
1974	8,89	– 3,06
1973	7,79	1,14
1972	7,41	7,26
1971	6,48	11,01
1970	6,85	18,37
1969	7,83	– 8,09
1968	6,62	2,57
1967	6,30	– 4,95
1966	5,55	0,20
1965	4,79	– 0,46
1964	4,46	4,77
1963	4,46	2,19
1962	4,34	7,95
1961	4,56	4,82
1960	4,52	9,07
1959	4,68	– 0,97
1958	4,19	– 2,22
1957	4,07	8,71
1956	3,90	– 6,81
1955	3,24	0,48
1954	2,95	5,39
1953	3,20	3,41
1952	3,05	3,52
1951	3,07	– 2,69
1950	2,73	2,12
1949	2,67	3,31

ТАБЛИЦА 9.1 *(продолжение)*

II. Доходность облигаций за период владения

Период владения облигациями	Средняя полная доходность в годовом исчислении (в %)	Накопленная полная доходность (в %)	Будущая сумма наращения первоначального капитала в 10 000 долл. за период владения облигациями (в долл.)
5 лет: 1984—1988 гг.	15,05	101,59	20 159
10 лет: 1979—1988 гг.	10,86	180,48	28 048
15 лет: 1974—1988 гг.	9,23	275,90	37 590
20 лет: 1969—1988 гг.	8,30	392,49	49 249
25 лет: 1964—1988 гг.	6,66	401,73	50 173
30 лет: 1959—1988 гг.	6,31	526,64	62 664
40 лет: 1949—1988 гг.	5,07	622,40	72 240

* Текущая доходность облигаций на конец года применительно к корпоративным (промышленным и коммунального хозяйства) облигациям с рейтингом *AA* "Стэндард энд пур'з".

** Полная доходность (к погашению) и средняя годовая доходность за период владения облигациями рассчитаны с применением сложного процента и базируются как на процентном доходе, так и на приросте или убытке капитала.

Источник: Показатели текущей доходности взяты из: Standard & Poor's. *S&P Trade and Security Statistics*; показатели полной доходности (к погашению) взяты из работы: Ibbotson and Sinquefield, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Historical Returns (1926—1987).*

стора ограничен фиксированной величиной процента и размерами суммы погашения. По сути, облигации являются постоянным (по величине) требованием к прибыли эмитента (определяемым размерами периодически выплачиваемых процентов), а также фиксированным требованием к активам эмитента (равным величине суммы погашения). Как правило, проценты на облигации выплачиваются каждые шесть месяцев. Однако из этого правила существуют исключения: в некоторых случаях интервал выплаты процентов сокращается до одного месяца, и совсем редко выплата осуществляется один раз в год. Величина выплачиваемого процента зависит от **купона**, определяющего размеры годового процентного дохода, который будет выплачиваться эмитентом держателю ценных бумаг. Например, облигация номиналом 1000 долл. с 8%-м купоном обеспечивает выплату годового процента в размере 80 долл., обычно по 40 долл. дважды в год. Величина **суммы погашения (принципал)**, которую часто называют ***номинальной стоимостью выпуска (par)*** или просто номиналом выпуска, определяет величину капитала, которая должна быть возвращена инвестору при наступлении установленного срока погашения. Например, сумма погашения 1000-долларовой облигации составляет 1000 долл.

Купон — *это свойство облигации, определяющее величину годового дохода в виде процентов.*

Сумма погашения — *это основная сумма долга, которая должна быть возвращена инвестору с наступлением срока погашения.*

Деноминация — *это стандартная сумма погашения облигации, на которые разбивается весь выпуск для облегчения их продажи инвесторам.*

Для облегчения размещения облигаций эмитент разбивает весь выпуск на стандартные суммы, именуемые **деноминациями**. Разумеется, долговые обязательства регулярно выставляются на торги по рыночному курсу, который отличается от величины их номинала. Так происходит всякий раз, когда ставка купона конкретного выпуска облигаций отличается от преобладающей рыночной процентной ставки. Курс облигаций будет изменяться в противоположном направлении по отношению к рыночным процентным

ставкам, пока их доходность не станет сопоставимой с господствующей рыночной ставкой. Такое поведение курса позволяет объяснить, почему выпуск со ставкой купона 7% будет иметь рыночный курс всего лишь 825 долл. на рынке, где преобладает ставка 9%. Снижение курса (по сравнению с номиналом, равным 1000 долл.) необходимо, чтобы поднять доходность этих облигаций с 7 до 9%; часть этой новой, более высокой ставки доходности будет проистекать из ежегодных купонных выплат (процентов), а остальная — от прироста капитала, так как при курсе 825 долл. облигация будет погашена суммой в 1000 долл. *с наступлением срока погашения.* Выпуск, рыночный курс которого ниже номинала, называется ***облигациями, продаваемыми с дисконтом,*** обычно ему свойственна купонная ставка, которая ниже ставки купонов новых выпусков облигаций. В противоположность этому выпуски с курсовой стоимостью, превышающей номинал, обычно называют ***облигациями, продающимися с премией,*** их ставки купонов выше, чем у новых выпусков.

Срок погашения

Срок погашения — *это дата окончания срока действия облигации, когда подлежит возврату основная сумма долга.*

В отличие от обыкновенных акций все долговые ценные бумаги имеют ограниченный срок действия, который истекает в установленный **срок погашения.** Хотя облигации имеют целую серию специальных дат выплаты процентов, сумма погашения (принципал) выплачивается лишь однажды: в день или перед истечением срока погашения. Поскольку срок платежа никогда не меняется, он не только определяет продолжительность жизни нового выпуска, но также указывает на продолжительность оставшегося времени действия более старых облигаций, находящихся в обращении. Говоря о продолжительности такого рода, имеют в виду *срок до погашения* облигаций. Новый выпуск ценных бумаг может осуществляться в виде облигаций, рассчитанных на 25 лет, однако через 5 лет он (этот выпуск) будет иметь только 20 лет, остающихся до срока погашения. По критерию сроков погашения можно выделить два типа облигаций: срочные выпуски и серийные выпуски. **Срочные выпуски** облигаций, имеющие единый для всех, достаточно далеко отодвинутый срок погашения, являются наиболее распространенными. В противоположность этому **серийные облигации** выпускаются с серией различных сроков погашения, причем количество серий в одном выпуске может достигать 15 и даже 20. Например, выпуск облигаций сроком на 20 лет, вышедший в обращение в 1989 г., имеет единственный срок погашения, приходящийся на 2009 г., однако выпуск 20-летних серийных облигаций может иметь 20 ежегодных сроков погашения, которые будут следовать друг за другом с 1990 по 2009 г. В каждый из этих ежегодных сроков определенная часть выпущенных облигаций в соответствии с условиями эмиссии подлежит выкупу и погашению. Кроме того, наличие срока погашения позволяет отличать *векселя* от *облигаций.* Так, например, долговые ценные бумаги, которые изначально имели срок погашения от 2 до 10 лет, обычно принято считать **векселями,** в то время как для *облигаций* всегда характерен срок погашения, *превышающий 10 лет.* Практически векселя часто выпускаются со сроком погашения порядка 5—7 лет, в то время как облигации обычно имеют срок выплаты в пределах от 20 до 30 лет или даже больше.

Срочные облигации — *это облигации с единым для всех достаточно протяженным сроком действия до момента погашения.*

Серийные облигации — *это облигации с серией разных сроков погашения.*

Вексель — *это долговая ценная бумага, выпускаемая со сроком погашения от 2 до 10 лет.*

Оговорки об отзыве — покупателю следует быть начеку!

Рассмотрим следующую ситуацию. Вы только что вложили деньги в отличные, высокодоходные облигации с 25-летним сроком погашения. Теперь все, что вам необходимо делать, — это сесть поудобнее и позволить деньгам плыть к вам в карман, правильно? Возможно. Разумеется, это будет происходить в течение первых нескольких лет. Однако если рыночные ставки процента пойдут вниз, то очень вероятно, что вы получите уведомление эмитента о том, что выпущенные им облигации *отзываются*. Это означает, что все выпущенные облигации будут погашаться до истечения установленного для них срока и что у вас нет иного выбора, кроме как возвратить имеющиеся у вас облигации и вложить свои деньги куда-либо еще. Как это могло случиться? Если облигации являются *отзывными*, то они могут быть погашены до истечения установленного срока. И это вполне законно, поскольку все облигации выпускаются с **оговоркой об отзыве**, предусматривающей или не предусматривающей право досрочного выкупа, определяющей условия погашения облигаций до истечения установленного для них срока. В основном существуют три типа оговорок об отзыве, или о праве досрочного выкупа облигаций.

Оговорка об отзыве — *это характеристика выпуска, определяющая условия для эмитента, при которых он может досрочно погасить облигации.*

1. Облигация может быть *свободно отзываемой*; это означает, что эмитент может объявить о погашении выпуска в любое время.
2. Она может быть *безотзывной*; это означает, что эмитенту запрещено осуществлять погашение облигаций до истечения установленного срока.
3. Выпуск ценных бумаг может быть *с отложенным отзывом*; это означает, что облигации не могут быть погашены до истечения некоторого срока с момента их выпуска, т.е., по сути дела, выпуск как бы становится безотзывным в течение периода отсрочки, а после этого переходит в категорию свободно отзываемых.

Как следует из вышеприведенного примера, высокодоходная облигация может быть или свободно отзываемой, или с отложенным отзывом.

Оговорки о праве отзыва, применяемые к облигациям, отвечают интересам эмитента. Такие оговорки используются в большинстве случаев для замены облигаций одного выпуска облигациями другого, более позднего, выпуска, с более низкой купонной ставкой; эмитент получает прибыль за счет сокращения ежегодных выплат процентов. Таким образом, когда рыночные процентные ставки переживают резкий спад, как это было, например, в 1982—1986 гг., эмитент облигаций (особенно корпорации и муниципальные власти) осуществляет погашение своих высокодоходных бумаг (путем объявления об их досрочном отзыве) и их замену менее доходными облигациями. Окончательный результат состоит в том, что *инвестор получит более низкую норму доходности своих инвестиций, чем он ожидал.*

Отзывная премия — *это сумма, добавляемая к номиналу облигации и выплачиваемая инвестору, когда облигация погашается досрочно.*

Курс отзыва — *это цена, которую эмитент обязан выплатить при досрочном погашении ценной бумаги; она равна номиналу облигации с отзывной премией.*

Слабой попыткой компенсировать потери инвестора, вдруг обнаружившего, что его ценные бумаги отзываются, является **отзывная премия**, которая присоединяется к каждой облигации и выплачивается инвестору вместе с номиналом облигации в момент отзыва. Сумма этих двух выплат (номинала и отзывной премии) представляет собой **курс отзыва** выпуска и равна той сумме, которую эмитент должен выплатить при досрочном выкупе выпущенных облигаций. Как правило, предусматривается, что подобная отзывная премия обычно в среднем равна величине годового

процента, если вести отсчет с максимально раннего срока начала отзыва, причем величина этой премии постепенно снижается по мере приближения срока погашения. Если использовать это правило, то первоначальный отзывной курс для облигаций с 9%-й ставкой составит примерно 1090 долл., включая 90 долл. отзывной премии. Вместо оговорки об отзыве у некоторых облигаций может иметься специфическая **оговорка о рефинансировании**, которая почти аналогична оговорке о праве досрочного выкупа (отзыва), за исключением того, что этим условием запрещается преждевременное погашение выпуска за счет поступлений, обеспечиваемых выпускаемыми для рефинансирования (замещения старого займа) облигациями с более низкой купонной ставкой. Это отличие имеет очень большое значение, поскольку оно означает, что "нерефинансируемый" выпуск или выпуск "с отсроченным рефинансированием" *может быть выкуплен и преждевременно погашен по любым причинам, кроме рефинансирования*. Таким образом, инвестор может столкнуться с выкупом высокодоходных (нерефинансируемых) облигаций, только если эмитент располагает свободными денежными средствами, позволяющими ему осуществить погашение выпущенных облигаций до истечения ранее установленного для них срока.

Оговорка о рефинансировании — *это условие, позволяющее досрочно отзывать облигации, запрещающее досрочный выкуп выпуска из обращения за счет поступлений, обеспечиваемых облигациями с низкой купонной ставкой, замещающих данный выпуск и предназначенных для рефинансирования.*

Выкупной фонд

Еще одной, важной для инвестора, оговоркой является **выкупной фонд**, который обусловливает финансовые источники выкупа облигаций на протяжении определенного периода*. Разумеется, оговорка такого рода применима только к срочным выпускам облигаций, погашение которых наступает в один и тот же день, поскольку серийные выпуски обычно имеют заблаговременно установленные правила выкупа. Далеко не все срочные выпуски облигаций содержат требование о выкупном фонде, однако для тех из них, условия эмиссии которых все же предусматривают эти требования, выкупной фонд устанавливает особый график ежегодных выплат, регулирующий погашение всего выпуска, он указывает на сумму номиналов, подлежащих ежегодному погашению. Требования выкупного фонда обычно вступают в действие через 1—5 лет после выпуска в обращение и остаются в силе в течение того времени, пока весь (или большая часть) выпуск не будет погашен. Какая-то часть выпуска, не выкупленная к установленному сроку погашения (она может составлять от 10 до 25% выпуска), будет погашена в виде единовременной выплаты по займу. Подобно оговорке об отзыве в облигациях с выкупным фондом также применяется отзывная премия, хотя в данном случае она сугубо символична и достигает лишь 1% (или даже меньше) номинала, подлежащего погашению.

Выкупной фонд — *это оговорка, определяющая сумму погашения облигаций, подлежащую ежегодному выкупу эмитентом в течение всего срока действия облигаций.*

* Выкупной фонд — это особый актив компании, который образуется за счет отчислений от прибыли эмитента. Перечисленные таким образом средства эмитент, как правило, передает в доверительное управление трастовому фонду, оговаривая с ним характер применяемых для управления портфелем стратегий, допустимые риски, сумму, до которой траст обязан нарастить переданные средства, сроки управления портфелем, а также условия выкупа облигаций. Часто вознаграждение трастового менеджера ставится в зависимость от суммы экономии на выкупе облигаций из обращения. *(Прим. науч. ред.)*

Типы выпусков

Старшие облигации — *это облигации с приоритетным правом требований к активам компании, обеспеченные юридически закрепленным правом на специфическую часть имущества эмитента.*

Облигации с залогом недвижимости — *это облигации с приоритетным правом требования к активам компании, обеспечиваемым ее недвижимым имуществом.*

Облигации с финансовым залогом — *это старшие облигации, обеспечиваемые ценными бумагами других компаний, принадлежащими эмитенту, но находящимися в доверительном управлении у третьего лица.*

Сертификаты под закупку оборудования — *это старшие облигации, обеспечиваемые закладной на специфические виды оборудования; они пользуются популярностью у железнодорожных, авиационных и других транспортных компаний.*

Облигации с комбинированным залогом — *это облигации, обеспеченные частично первыми и вторыми или даже третьими закладными.*

Каждый конкретный эмитент может выпускать множество различных ценных бумаг на данный момент времени. В дополнение к купону и сроку погашения один выпуск облигаций может отличаться от другого типом обеспечения, на котором основан данный выпуск. Выпуски могут быть старшими или, наоборот, младшими с точки зрения требований к активам эмитента. **Старшие облигации** — это обеспеченные ценные бумаги, так как они опираются на юридически обоснованное право требования к активам эмитента (в виде закладной. — *Прим. науч. ред.*). Такие выпуски включают **облигации с залогом недвижимости**, обеспеченные реальной недвижимостью; **облигации с финансовым залогом**, обеспеченные ценными бумагами других компаний, которыми владеет эмитент облигаций, но которые находятся в доверительном управлении у третьего лица; **сертификаты под закупку оборудования**, которые обеспечиваются специфическими видами оборудования (наиболее популярны среди владельцев железнодорожных или авиационных компаний); наконец, **облигации с комбинированным залогом** (*first and refunding bond*), в которых сочетаются облигации, обеспеченные первой (старшей) закладной, и младшие облигации, обеспеченные закладной на иное имущество компании (т.е. облигации обеспечены частично первыми закладными на определенные активы эмитента, а частично вторыми или третьими закладными на другие активы, поэтому подобные выпуски являются *менее надежными*, а следовательно, *не* должны смешиваться с облигациями, обеспеченными первой закладной).

Младшие облигации основаны только на обещании эмитента платить проценты и вернуть основную сумму долга в соответствии с установленным временным графиком. Существует несколько классов младших облигаций, наиболее известными из которых являются **необеспеченные облигации**. На рис. 9.2 приведен образец объявления о выпуске подобных облигаций, которые были выпущены в обращение в 1989 г. Обратите внимание на то, что, хотя в данном случае отсутствует залоговое обеспечение долгов, эмитент — корпорация *GTE* — смог продать подобные облигации с 30-летним сроком погашения на общую сумму 300 млн. долл. Помимо этого, к младшим облигациям также относят **второстепенные необеспеченные облигации**; ценные бумаги этих выпусков имеют требования к прибыли эмитента, носящие вторичный характер по отношению к другим долговым необеспеченным облигациям. **Доходные облигации** являются, пожалуй, самыми младшими, обладая минимальными из всех требованиями к прибыли и активам эмитента, и представляют собой необеспеченные долговые обязательства, по которым процентный доход будет выплачен только при условии, что эмитент получает достаточную сумму прибыли; не существует каких-либо юридических оснований требовать выплаты процентов по этим облигациям в установленные сроки или на регулярной основе, если определенная сумма прибыли не будет получена. Такие выпуски во многих отношениях аналогичны *муниципальным доходным облигациям**.

* Доходные облигации корпораций часто называют также *реорганизационными*, так как их выпускают с оговоркой о достаточности прибыли именно те эмитенты, которые вступили в полосу реорганизации. Сходство с доходными муниципальными облигациями заключается в том, что периодичность, регулярность и уровень процента прямо привязаны к доходам (прибылям) эмитента. (*Прим. науч. ред.*)

This announcement is not an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any of these securities. The offering is made only by the Prospectus and the related Prospectus Supplement copies of which may be obtained in any State in which this announcement is circulated only from underwriters qualified to act as dealers securities in such State.

NEW ISSUE April 27, 1989

$300,000,000

GTE Corporation

10 1/4% Debentures Due 2019

Price 99.45%
Plus accrued interest from May 1, 1989

Paine Webber Incorporated

Goldman, Sachs & Co.

Salomon Brothers Inc.

The First Boston Corporation | Merrill Lynch Capital Markets | Morgan Stanley & Co. Incorporated

Shearson Lehman Hutton Inc. | UBS Securities Inc.

Bear, Stearns & Co. Inc. | Daiwa Securities America Inc. | Deutsche Bank Capital Corporation

Dillon, Read & Co. Inc. | Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation | Drexel Burnham Lambert Incorporated

Grigsby Brandford Powell Inc. | Kidder, Peabody & Co. Incorporated | Lazard Freres & Co.

The Nikko Securities Co. International, Inc. | Nomura Securities International, Inc.

Paribas Corporation | Prudential-Bache Capital Funding

Smith Barney, Harris Upham & Co. Incorporated | Sogen Securities Corporation

SBCI Swiss Bank Corporation Investment banking | Wertheim Schroder & Co. Incorporated

Dean Witter Reynolds Inc. | Yamaichi International (America), Inc.

РИС. 9.2. Объявление о выпуске новых корпоративных необеспеченных облигаций

Эта облигация была выпущена корпорацией *GTE* и обеспечена только добрым именем компании, и ничем больше. Эта облигация не будет погашена до 2019 г., и каждый год компания будет выплачивать в виде процентов 30,8 млн. долл.; таким образом, в течение всего 30-летнего срока жизни облигации и при условии отсутствия рефинансирования и отчислений в выкупной фонд компания заплатит в виде процентов около 1 млрд. долл. (*Источник: The Wall Street Journal*, April 27, 1989.)

Младшие облигации — *это долговые обязательства, основанные только на обещании эмитента выплатить проценты и вернуть основную сумму долга в срок.*

Независимо от типа залога или других особенностей выпуска облигация может быть именной или на предъявителя. **Именные облигации** обычно

Необеспеченные облигации — *это младшие облигации, не обеспеченные закладной на активы эмитента.*

Второстепенные необеспеченные облигации — *это необеспеченные облигации с второстепенными требованиями к активам и прибыли эмитента по сравнению с другими младшими облигациями.*

выпускаются для определенных владельцев, а имена держателей официально регистрируются эмитентом, который обслуживает счета владельцев ценных бумаг и автоматически выплачивает проценты владельцам путем выписывания именных чеков. В противоположность этому держатели или владельцы **облигаций на предъявителя** считаются их собственниками, а эмитент этих облигаций не ведет официального списка собственников. Проценты по облигациям получают за счет "стрижки" купонов и направления их по почте эмитенту для оплаты. Облигации на предъявителя были наиболее предпочтительной формой выпуска, однако им было предопределено стать анахронизмом решением Конгресса США, принятым в июле 1983 г., которым предусматривалось, что все облигации отныне должны выпускаться только в форме именных ценных бумаг. Это было сделано для того, чтобы держатели облигаций не пытались обмануть налоговые органы (поскольку списки владельцев облигаций на предъявителя отсутствуют, некоторые лица просто не сообщают о своих доходах при уплате налога).

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Доходные облигации — *это младшие облигации, содержащие оговорку о выплате текущих процентов только при условии достаточности прибыли эмитента.*

Именные облигации — *это облигации, выпускаемые для определенных держателей, имена которых должны быть официально зарегистрированы.*

Облигации на предъявителя — *это облигации, держатель которых считается их владельцем; официального реестра владельцев, остающегося у эмитента, не существует.*

До настоящего момента наше повествование касалось основных особенностей облигаций, теперь мы переключим внимание на проблемы рынка, где обращаются эти ценные бумаги. Рынок облигаций по своей природе является "уличным", или неорганизованным, поскольку выпуски, прошедшие листинг, являются лишь малой частью всех выпущенных в обращение облигаций. По сравнению с рынком акций курсы на рынке облигаций обычно более стабильны. Принимая во внимание, что процентные ставки (и, следовательно, курс облигаций) могут повышаться и понижаться и в последнее время имеют тенденцию к неустойчивости, следует тем не менее отметить, что при оценке активности колебаний курса облигаций на основе ежедневных наблюдений можно говорить о его редкостной стабильности. В табл. 9.2 приведены сведения об объемах выпусков облигаций, находящихся в обращении в определенные интервалы времени. Данные, приведенные в этой таблице, позволяют видеть не только необыкновенно быстрый рост соответствующего рынка, но и его огромные масштабы. Например, к концу 1988 г. суммарная стоимость облигаций, выпущенных в США, превысила *4 трлн. долл.*, что примерно в три раза превышало уровень, существовавший всего лишь 8 лет назад, т.е. в 1980 г. Теперь мы приступим к изучению этого важного, постоянно увеличивающего свою популярность сегмента рынка через призму имеющихся в распоряжении инвесторов инструментов, широко используя рыночный рейтинг облигаций, структуру и динамику процентных ставок, а также некоторые другие параметры процесса инвестирования, важные для покупателя облигаций.

Инструменты рынка облигаций

Сегодня на рынке облигаций существуют выпуски, которые удовлетворяют почти любым возможным инвестиционным целям и подходят практически каждому инвестору независимо от характера его политики — выжидательной или агрессивной. Для удобства рынок облигаций обычно делится на пять сегментов, каждый из которых соответствует типу эмитента: Казначейство США, правительственные ведомства, муниципалитеты, корпорации и

ТАБЛИЦА 9.2 Экономические характеристики рынка облигаций

	Совокупная стоимость облигаций на конец года (в млрд. долл.)				
Тип эмитента*	**1950 г.**	**1960 г.**	**1970 г.**	**1980 г.**	**1988 г.**
Казначейство США	138,7	149,5	159,8	427,0	1410,2
Правительственные ведомства США	1,1	8,8	17,6	276,1	1025,7
Штаты и муниципалитеты	24,0	66,5	144,4	322,3	753,8
Корпорации	93,8	105,4	181,0	421,7	835,1
Итого	257,6	330,2	502,8	1447,1	4024,8

* Исключая институциональные выпуски, данные о которых отсутствуют.
Источник: Federal Reserve Bulletin, U.S. Treasury Bulletin, and *Survey of Current Business.*

финансовые институты. Как мы увидим позже, каждый сектор разрабатывает свои собственные варианты выпусков и действующие правила, равно как и торговые характеристики.

Облигации Казначейства США

Казначейские облигации (или правительственные облигации, как их иногда называют) являются доминирующей силой на рынке ценных бумаг с фиксированным доходом, и если не самым популярным типом облигаций, то, безусловно, наиболее известным. Казначейство США выпускает облигации, векселя и другие типы долговых обязательств (такие, например, как краткосрочные векселя) в качестве способа обеспечения постоянно растущих потребностей федеральной администрации. Все облигации Казначейства США обладают высшим качеством (поскольку они основываются на доверии к администрации США), эта особенность наряду с ликвидностью делает их чрезвычайно популярными среди отдельных лиц и организаций. **Казначейские среднесрочные векселя** обычно имеют срок погашения 10 лет и менее, в то время как **казначейские облигации** имеют срок погашения 25 лет и более. Ценные бумаги обоих типов обычно поступают в продажу с номиналом 1000 и 5000 долл. и выпускаются в форме именных документов. Процентные доходы по ним облагаются обычным федеральным налогом, но при этом ***освобождаются от налогов штата и муниципалитета.***

Казначейские среднесрочные векселя — *это долговые ценные бумаги, выпускаемые Казначейством США, со сроком погашения менее 10 лет.*

Казначейские облигации — *это долговые ценные бумаги Казначейства США, которые выпускаются со сроком погашения более 10 лет, обычно 25 лет или более.*

Правительственные облигации или являются безотзывными, или выпускаются с большой отсрочкой во времени до начала досрочного погашения, которая отсчитывается от срока погашения облигаций, а не от даты их выпуска. Отсрочка, истекающая за 5 лет до момента окончательного погашения, является, по-видимому, наиболее распространенным случаем. Более того, подобные оговорки об отзыве со сдвигом во времени представляют собой часть системы листинга облигаций; например, 10%-й выпуск с комбинацией дат 2005—2010 гг. означает, что эти казначейские облигации имеют срок погашения 2010 г., а оговорка об отложенном отзыве распространяется до 2005 г. Еще одной уникальной чертой, присущей этим облигациям, является высокая вероятность крупного прироста капитала, так как некото-

рое количество ранее выпущенных правительственных облигаций можно использовать из расчета их номинальной стоимости для выплаты федеральных налогов на недвижимость, передаваемую по наследству. По сути дела, можно приобрести облигации Казначейства с дисконтом и вскоре после этого использовать их по номиналу для уплаты налога на недвижимость, передаваемую по наследству*. Разумеется, первоначальная сделка (приобретение) должна состояться до наступления смерти держателя, и возможность использования их в расчетах по налогам предоставляется только наследникам (и касается только обязательств по федеральным налогам на недвижимость). Подобные облигации получили название **"цветочные"**. Хотя Казначейство больше не выпускает "цветочных" облигаций, на рынке все еще остается некоторое количество ценных бумаг этого типа, бóльшая часть которых обладает купонами с выплатой от 2,75 до 4,5% и имеет срок погашения, простирающийся далеко за 1999 г. Предложение "цветочных" облигаций очень быстро уменьшается, и когда они все исчерпаются (что, по-видимому, произойдет в течение нескольких следующих лет), с этими выпусками будет покончено.

"Цветочные" облигации — *это ранее выпущенные правительственные ценные бумаги, продававшиеся с дисконтом, но засчитываемые по номиналу при уплате ими федерального налога на недвижимость.*

Облигации федеральных ведомств

Облигации федеральных ведомств представляют собой долговые ценные бумаги, выпускаемые различными ведомствами и правительственными органами США, например такими, как "Резолюшн фандинг корп.", "Теннеси вэлли асорити" и "Файненсинг корп." *(FICO)*. Они не являются обязательствами Казначейства США и чисто технически *не должны* рассматриваться в том же качестве, что и казначейские облигации. Важной особенностью подобных бумаг является то, что они обычно обеспечивают доходность, явно превышающую рыночный уровень доходности казначейских облигаций; в этом качестве они позволяют инвестору увеличивать доходы при минимальном повышении степени риска или совсем не повышая его. Существует два типа выпусков федеральных ведомств: поддерживаемые государством или самими федеральными органами. И хотя всего лишь шесть организаций спонсируются государством, количество федеральных агентств превышает два десятка. Чтобы преодолеть некоторые проблемы, возникающие в связи с размещением облигаций большинства относительно небольших федеральных ведомств, Конгресс США основал Федеральный финансирующий банк, призванный объединить финансовую деятельность всех федеральных органов. (Как правило, ходовой термин "ведомство" ("орган") используется для обозначения и тех, кто спонсируется государством, и обязательств федеральных ведомств.)

Облигации федеральных ведомств — *это долговые ценные бумаги, выпускаемые различными учреждениями и организациями правительства США.*

Определенные характеристики некоторых из наиболее популярных ведомственных облигаций представлены в табл. 9.3. Хотя эти выпуски не являются прямыми обязательствами правительства США, некоторые из них практически содержат правительственные гарантии и таким образом эффективно демонстрируют доверие Казначейству США. Однако даже те выпуски, которые не обеспечены подобными гарантиями, очень высоко ценятся на рынке, поскольку все они рассматриваются как *моральные обязательства*

* Такие облигации называют "облигации для оплаты налогов на наследуемое имущество" *(estate tax anticipation bonds)*. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 9.3 Характерные черты популярных облигаций федеральных ведомств

Тип выпуска	Минимальная деноминация (в долл.)	Первоначально определенный срок погашения	Налоговый статус*		
			федеральные	штатов	местный
"Федерал фарм кредит бэнкс"	1 000	От 13 месяцев до 15 лет	*T*	*E*	*E*
"Федерал интермедиат кредит бэнкс"	5 000	От 9 месяцев до 4 лет	*T*	*E*	*E*
"Федерал хоум лоан бэнк"	10 000	1—20 лет	*T*	*E*	*E*
"Федерал лэнд бэнкс"	1 000	1—10 лет	*T*	*E*	*E*
"Фармерс хоум администрэйшн"	25 000	1—25 лет	*T*	*T*	*T*
"Федерал хаузинг администрэйшн"	50 000	1—40 лет	*T*	*T*	*T*
"Федерал хоум лоан мортадж корпорэйшн"** ("Фредди мэк")	25 000	18—30 лет	*T*	*T*	*T*
"Федерал нэшнл мортадж ассошиэйшн"** ("Фанни мэй")	25 000	1—30 лет	*T*	*T*	*T*
"Гавермент нэшнл мортадж ассошиэйшн"** (*GNMA*, "Гинни мэй")	25 000	12—40 лет	*T*	*T*	*T*
"Стьюдент лоан маркетинг ассошиэйшн"	10 000	3—10 лет	*T*	*E*	*E*
"Теннеси вэлли асорити"	1 000	5—25 лет	*T*	*E*	*E*
"ЮС постал сервис"	10 000	25 лет	*T*	*E*	*E*
"Федерал файненсинг бэнк"	1 000	1—20 лет	*T*	*E*	*E*

* *T* — облагаемые налогом, *E* — освобожденные от налогов.

** Ценные бумаги, обеспеченные закладными на недвижимость.

правительства США, а вероятность того, что Конгресс США когда-нибудь допустит невыполнение обязательств по подобным видам облигаций, крайне мала. Таким образом, подобно ценным бумагам Казначейства выпуски облигаций федеральных ведомств обычно бывают безотзывными или содержат оговорку об отложенном на длительный срок досрочном выкупе. Еще одно замечание: с 1986 г. *все новые облигации правительственных ведомств (и Казначейства)* выпускались в так называемой *балансовой форме*, позволяющей осуществлять их учет только в виде бухгалтерских записей. Это означает, что вместо сертификата на право владения, выпускаемого для держателя облигации, покупатель получает лишь "подтверждение" о проведенной сделке, а затем его фамилия вводится в компьютеризованный учетный реестр, где и остается в течение того времени, пока облигация находится в собственности этого владельца. Многие эксперты полагают, что в не очень далекой перспективе все сделки с ценными бумагами будут проводиться только таким образом.

Муниципальные облигации

Муниципальные облигации — *это долговые ценные бумаги, выпускаемые штатами, округами, городами и другими политическими структурами, подобными школьным округам; доходы по ним освобождены от федерального налогообложения.*

Генеральные облигации — *это облигации муниципалитетов, обеспечиваемые всеми доходами и источниками эмитента, а также его правом взимать налоги.*

Доходные облигации — *это муниципальные облигации, обеспечиваемые доходами от определенного объекта, выплаты основной суммы и процентов по которым осуществляются только в том случае, когда достигнут достаточный уровень доходности.*

Гарантированные муниципальные облигации — *это гарантии, предоставляемые какой-либо третьей стороной и предусматривающие выплату основной суммы и процентов в полном размере и своевременно.*

Муниципальные облигации выпускаются штатами, округами, городами и другими политическими структурами, такими, как например, школьные, водные или канализационные округа. Как правило, это серийные выпуски, т.е. весь выпуск разбивается на серии более мелких групп облигаций, для каждой из которых установлен отдельный срок погашения и выплаты процентов. Облигации муниципалитетов, или иначе "мьюниз", попадают на рынок либо как **генеральные облигации**, либо как **доходные облигации**. Первые обеспечиваются всеми доходами и другими финансовыми источниками эмитента, а также его правом на взимание налогов; вторые в противоположность первым обслуживаются за счет доходов от специально оговоренных проектов (например, платных дорог). Хотя генеральные облигации, обеспечиваемые всеми доходами эмитента, доминировали на муниципальном рынке до середины 70-х годов, сегодня подавляющая часть "мьюниз" выпускается в виде доходных облигаций (их насчитывается примерно 65—70% объема нового выпуска). Различие между облигациями этих двух типов имеет весьма важное значение, поскольку эмитент доходных облигаций обязывается выплатить основную сумму и процентный доход *только в случае достижения достаточно значительного уровня произведенного конкретным проектом дохода.* (При отсутствии средств эмитент не обязан производить выплаты по облигациям!) Все это, однако, совсем не так в случае выпуска генеральных облигаций, поскольку соответствующие выпуски требуют обслуживания в безотлагательной и своевременной форме независимо от уровня налоговых поступлений, собранных муниципалитетом. По причинам, которые совершенно очевидны, доходные облигации являются ценными бумагами с более высокой степенью риска, чем генеральные облигации с обязательствами общего характера, и в связи с этим доходные облигации обеспечивают более высокую доходность. Несмотря на принадлежность к определенному типу, муниципальные облигации обычно выпускаются достоинством в 5000 долл. На рис. 9.3 показан типовой вариант выпуска муниципальных облигаций, он иллюстрирует многочисленные характеристики, обычно свойственные таким облигациям, включая их серийную природу.

Несколько необычным видом муниципальных облигаций являются широко распространенные **гарантированные муниципальные облигации**. Гарантии обеспечивают держателю уверенность в том, что некая третья сторона (компания) может оплатить основную сумму долга и проценты безотлагательно и в установленный срок. В результате этого повышается качество облигаций. Третья сторона, в сущности, создает источник дополнительного обеспечения в форме страхового полиса, который распространяется на облигации в день осуществления выпуска и не подлежит отмене в продолжении всей жизни ценной бумаги. Несколько штатов и пять частных организаций обеспечивают гарантии по муниципальным облигациям. Пять частных страховщиков — это Ассоциация страховщиков муниципальных облигаций *(MBIA)*, Американская корпорация страхования муниципальных облигаций *(AMBAC)*, Компания гарантированного страхования облигаций инвесторов *(BIG)*, Корпорация финансовых гарантий инвестиций *(FGIC)* и Компания страхового гарантирования капитала. Все пять частных гарантов способны страховать любые муниципальные облигации в течение всего срока, пока они отвечают рейтингу *BBB* или даже выше, установленному компанией "Стэндард энд пур'з". В результате страхования муниципальных об-

In the opinion of Co-Bond Counsel, based on existing statutes, regulations, rulings and court decisions, and assuming compliance with certain covenants described in the Official Statement, the interest on the Bonds is excluded from gross income for federal income tax purposes and is not an item of tax preference for purposes of the federal individual and corporate alternative minimum tax, although it is included in adjusted book income and adjusted current earnings in calculating corporate alternative minimum taxable income. In the opinion of Co-Bond Counsel, the interest on the Bonds is exempt from State of California personal income taxes.

New Issue

$209,835,000

City of Oakland, California

Special Refunding Revenue bonds (Pension Financing) 1988 Series A

Dated: December 1, 1988 Due: August 1, as shown below

The Bonds are issuable in fully registered form in denominations of $5,000 or any integral multiple thereof. Interest on the Bonds will be payable each February 1 and August 1, commencing February 1, 1989. The Bonds are subject to optional and mandatory redemption prior to maturity as described in the Official Statement.

The Bond proceeds are being used by the City of Oakland to prepay the City's lease payments to the Redevelopment Agency of the City under a master lease agreement between the City and the Agency. The Agency will apply such prepayment to the defeasance of the Agency's Certificates of Participation, 1985 Series A.

The Bonds are limited obligations of the City and do not constitute an indebtedness of or a charge against the general credit or the taxing power of the City or the State of California. The Bonds are payable solely from and secured solely by a pledge of the Revenues described in the Indenture, derived from certain payments to the City from the Police and Fire Retirement System pursuant to the First supplement Annuity Deposit Agreement, described in the Official Statement.

(1) Amount	(2) Maturity	(3) Interest Rate	(4) Price	(1) Amount	(2) Maturity	(3) Interest Rate	(4) Price or Yield	(1) Amount	(2) Maturity	(3) Interest Rate	(4) Price or Yield
$8,515,000	1993	6½ %	100%	$8,495,000	1997	6.90%	100%	$8,305,000	2000	7.20%	100%
6,490,000	1994	6.60	100	8,440,000	1998	7	100	8,225,000	2001	7.30	100
6,245,000	1995	6.70	100	6,380,000	1999	7	7.10	8,140,000	2002	7.40	100
8,515,000	1996	6.80	100					8,035,000	2003	7.35	7.45

(5)

$124,140,000 7.60% Term Bonds due August 1, 2021 @ 99.50%

(Accrued interest to be added)

Bonds of particular maturities may or may not be available from the undersigned or others at the above prices on and after the date of this announcement.

The Bonds are offered when, as and if issued by the City and received by the Underwriters, subject to the approval of validity by Morrison & Foerster, San Francisco, California, and Alexander, Millner & McGee, Oakland, California, Co-Bond Counsel. Certain legal matters will be passed upon for the Underwriters by Ballard, Spahr, Andrews & Ingersoll, Washington, D.C. and Hunter & Anderson, Oakland, California. The offering of the Bonds is made only by the Official Statement, copies of which may be obtained in any state from such of the undersigned as may lawfully offer these securities in such state.

Goldman, Sachs & Co.

Grugsby, Brandford & Co., Inc.

Pryor, Govan, Counts & Co., Inc.

December 22, 1988

РИС. 9.3. Объявление о новом муниципальном выпуске облигаций

Этот выпуск состоит из доходных муниципальных облигаций на сумму 209 млн. долл., которые будут погашаться сериями. Обратите внимание на то, что около 40% выпуска погашается ежегодно с 1993 до 2003 г., а оставшаяся часть (около 125 млн. долл.) будет выплачена в виде крупного единовременного платежа через 34 года после начала эмиссии. Интересно также, что купонный доход растет по мере приближения срока погашения, как это принято по муниципальным выпускам. (*Источник: The Wall Street Journal*, December 23, 1988.)

лигаций происходит повышение их рейтинга (вплоть до *ААА*) и ликвидности, поскольку такие облигации более активно продаются на вторичном рынке ценных бумаг. Подкрепленные гарантиями муниципальные облигации особенно широко распространены на рынке доходных облигаций. Таким образом, незастрахованные доходные ценные бумаги вызывают у инвесторов неуверенность в безусловности выплат, а выпуски, имеющие гарантийное обеспечение, во многом аналогичны генеральным облигациям муниципалитетов, обеспечиваемым всеми доходами и источниками эмитента. (Вариантом концепции страхования муниципальных облигаций, приобретающим все большую популярность в последнее время, является использование *банковских аккредитивов*; по сути дела, банковские аккредитивы крупных коммерческих банков являются залогом по муниципальным облигациям, а качество таких облигаций и рейтинг выпустивших их институтов достаточно высоки. Банковские аккредитивы в значительной степени похожи на гарантии по облигациям, по которым банк всегда готов осуществить выплату суммы погашения и процентов при неплатежеспособности муниципалитетов-эмитентов.)

Нет сомнения в том, что особенность, которая делает муниципальные ценные бумаги уникальным явлением, заключается в том, что в большинстве случаев обеспечиваемый ими процентный доход гарантированно не облагается федеральными налогами (и именно поэтому выпуски такого рода известны как "свободные от налогообложения"). Однако в противоположность доходу от процентов *прирост капитала подпадает под обложение обычными федеральными налогами*. Как правило, облигации также освобождаются от местных налогов и налогов *штатов, в которых они были выпущены*. Например, выпущенные шт. Калифорния облигации освобождаются от калифорнийских (штатных) налогов, если их держатель проживает в этом штате, однако процентный доход от этих облигаций облагается налогом штата в случае проживания их владельца в шт. Коннектикут. В табл. 9.4 представлен полный набор сведений о процентах на облигации, подпадающие под налогообложение *штатов*; обратите внимание на то, что в большинстве случаев, за редким исключением, проценты освобождаются от налогов штата, только *если облигации выпущены в этом штате*.

Индивидуальные инвесторы сегодня являются наиболее крупными покупателями муниципальных облигаций, и ставки текущей доходности, на которые не влияют налоги, — основной мотив таких покупок. В табл. 9.5 на основе сведений о доходности с точки зрения их воздействия на инвестора показано, при каких условиях облагаемые налогом облигации будут иметь доходность, эквивалентную доходности облигаций, не облагаемых налогом. Таблица позволяет увидеть, как *привлекательность доходов муниципальных облигаций меняется в зависимости от уровня доходов инвестора*; оче-

Примечания научного редактора:

1. Сумма, погашаемая в данном году, указанном в колонке 2.
2. Год погашения данной серии.
3. Ставка процента (купонная), объявленная в выпуске.
4. Доходность.
5. Оставшаяся после выкупа серий сумма, которую предстоит погасить в 2021 г. в размере 99,5% номинала. С 2003 по 2021 г. выпуск приобретает срочный характер, и его купонная ставка изменяется с 7,35 до 7,6%.

ТАБЛИЦА 9.4 Налогообложение штатами процентов по муниципальным облигациям

Название штата*	Проценты по собственным облигационным займам	Проценты по облигациям, выпущенным другими штатами
Алабама (5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Аляска (0)	Налог на доходы отсутствует	
Аризона (8%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Арканзас (7%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Калифорния (9,3%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Колорадо (5%)	Не облагаются налогом (имеются исключения)	Облагаются налогом
Коннектикут (12%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Делавэр (7,7%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Округ Колумбия (9,5%)	Не облагаются налогом	Не облагаются налогом
Флорида (0)	Налог на доходы отсутствует	
Джорджия (6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Гавайи (10%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Айдахо (8,2%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Иллинойс (2,5%)	Облагаются налогом (имеются незначительные исключения)	Облагаются налогом
Индиана (3,4%)	Не облагаются налогом	Не облагаются налогом
Айова (10%)	Облагаются налогом (имеются незначительные исключения)	Облагаются налогом
Канзас (6,1%)	Не облагаются налогом (облигации, выпущенные после 1987 г.)	Облагаются налогом
Кентукки (6,0%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Луизиана (6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Мэн (8%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Мэриленд (5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Массачусетс (10%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Мичиган (4,6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Миннесота (8,5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Миссисипи (5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Миссури (6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Монтана (12,1%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Небраска (5,9%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Невада (0)	Налог на доходы отсутствует	
Нью-Хэмпшир (5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Нью-Джерси (3,5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Нью-Мексико (8,5%)	Не облагаются налогом	Не облагаются налогом
Нью-Йорк (7,9%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Сев. Каролина (7%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Сев. Дакота (12%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Огайо (6,9%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Оклахома (6%)	Облагаются налогом (имеются незначительные исключения)	Облагаются налогом
Орегон (9%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Пенсильвания (2,1%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Род-Айленд (7,6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Южн. Каролина (7%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Южн. Дакота (0)	Налог на доходы отсутствует	
Теннеси (6%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Техас (0)	Налог на доходы отсутствует	
Юта (7,4%)	Не облагаются налогом	Не облагаются налогом
Вермонт (8,2%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Виргиния (5,8%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Вашингтон (0)	Налог на доходы отсутствует	
Зап. Виргиния (6,5%)	Не облагаются налогом	Облагаются налогом
Висконсин (6,9%)	Облагаются налогом	Облагаются налогом
Вайоминг (0)	Налог на доходы отсутствует	

* Ставка процента в скобках после названия штата соответствует наивысшему значению ставки налога штата, взимаемого с процентов по облигациям.

ТАБЛИЦА 9.5 Доходность облагаемых налогом облигаций, эквивалентная доходности различных освобожденных от налогообложения выпусков

Налогооблагаемые доходы*			Доходность по свободным от налогообложения выпускам							
Для совместных деклараций о доходах (в тыс. долл.)	Для индивидуальных деклараций о доходах (в тыс. долл.)	Ступени налоговой шкалы (в%)	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%
0 – 30,9	0 – 18,5	15	5,88	7,06	8,24	9,41	10,59	11,76	14,12	16,47
30,9 – 74,8	18,5 – 44,9	28	6,94	8,33	9,72	11,11	12,50	13,89	16,67	19,44
74,8 – 177,7**	44,9 – 104,3	33	7,46	8,96	10,45	11,94	13,43	14,92	17,91	20,90

* По состоянию на 01.01.89 г.

** Более высокие доходы могут облагаться налогом по ставке 28%.

видно, что, чем выше ступень налоговой шкалы в прогрессивном налогообложении отдельного лица, тем более привлекательны для него муниципальные облигации. В целом, только когда доходы инвестора располагаются на одной из высших ступеней налоговой шкалы (т.е. 28 или 33%), муниципальные облигации позволяют получать доходность, сопоставимую с доходностью полностью облагаемого налогом выпуска. Это объясняется тем, что доходность муниципальных облигаций вообще существенно ниже, чем доходность полностью облагаемых налогом выпусков (например, корпоративных). До тех пор пока *эффект от налогообложения* недостаточен для подтягивания доходности муниципальных облигаций до значений, равных или превышающих доходность облигаций, подлежащих налогообложению, приобретение муниципальных облигаций вряд ли будет оправданным.

Эквивалентная доходность с учетом налогооблагаемых процентов — *это доходность налогооблагаемых облигаций, которую следует обеспечить, чтобы уравнять ее с доходностью освобожденных от налогообложения низкоприбыльных муниципальных облигаций.*

Мы можем подсчитать, какую доходность облагаемые налогом облигации должны обеспечивать, для того чтобы уравнять ее (после выплаты налогов) с доходностью низкодоходных облигаций, освобожденных от налогов. Эта ставка доходности называется **эквивалентной (равновеликой) доходностью с учетом налогооблагаемых процентов**. Эта величина может быть вычислена с помощью следующей простой формулы:

$$\text{Эквивалентная (равновеликая) доходность с учетом налогооблагаемых процентов} = \frac{\text{Доходность муниципальных облигаций}}{1 - \text{Ставка федерального налога}}.$$

Например, если какой-либо муниципалитет предлагает выпуск с доходностью порядка 6,5%, то некий инвестор, платящий налоги по ставке 33%, должен найти полностью облагаемую налогом облигацию с доходностью порядка 9,7% [6,5%/(1–0,33)=9,7], чтобы получить возможность после уплаты налога иметь такую же доходность, как если бы он владел муниципальной облигацией со свободными от налогообложения процентами. (Обратите внимание на то, что, поскольку при расчетах учитывается только ставка *федерального налога,* расчетная ставка эквивалентной доходности может применяться только для выпускаемых не в своем штате облигаций (или в штатах, где местные налоги на доходы не взимаются). Однако если инвестор имеет облигации своего штата, то соответствующий выпуск создает *"укрытие" от налогов штата,* или "налоговый щит". Такая ситуация приводит к

небольшому увеличению (возможно, на $^1/_4$ или $^1/_2$ процентного пункта) доходности, требуемой от полностью облагаемой налогом облигации. Например, если некое лицо в рассмотренном выше примере проживает в штате, где местное законодательство предусматривает налог порядка 5—6%, то эквивалентную доходность с учетом налогооблагаемых процентов нужно *скорректировать* с 9,7 до почти 10%. Это и будет та величина эквивалентной доходности с учетом налогообложения процентов, которую надо иметь по облигациям, чтобы она была равновелика ставке доходности в 6,5% по облигациям, выпущенным данным штатом.)

Налогооблагаемые "мьюниз" — *это муниципальные ценные бумаги, используемые для финансирования проектов, которые считаются несущественными и процентный доход от которых полностью облагается налогом, установленным федеральным правительством.*

Однако *не все подобные облигации освобождаются от федерального подоходного налога.* Одно из положений Закона о налоговой реформе от 1986 г. предполагает определенные ограничения на те типы облигаций, которые рассматриваются как свободные от налогообложения. Например, если облигации используются для финансирования проектов, считающихся "несущественными", то доход от таких облигаций не освобождается от налогообложения. Таким образом, в соответствии с этим законом была создана совершенно "новая порода" муниципальных облигаций. Известные как налогооблагаемые **"мьюниз"**, эти ценные бумаги, как ожидают, в скором времени займут 20—25% рынка муниципальных бумаг. Как следует из названия, доход в виде процентов от этих облигаций *полностью облагается налогом* (по крайней мере, если речь идет о федеральном налогообложении). Доходность в посленалоговом исчислении муниципальных облигаций, облагаемых налогом, обычно *не достигает* доходности не облагаемых налогом "мьюниз". Однако первые обладают своими особенностями с точки зрения выкупа. Во-первых, выпуски такого рода позволяют получать доходность, которая значительно выше, чем доходность казначейских облигаций; во-вторых, облагаемые налогом муниципальные облигации обычно *не могут быть погашены* досрочно, благодаря чему инвестор получает возможность зафиксироваться на высокой доходности в течение ряда лет.

Корпоративные облигации

Бóльшая часть облигаций, выпускаемых неправительственными органами, относится к корпоративным ценным бумагам. Рынок *корпоративных облигаций* обычно подразделяется на несколько сегментов, к числу которых относятся: облигации промышленных компаний (наиболее диверсифицированная группа облигаций); облигации компаний коммунальных услуг (доминирующая группа в смысле объемов новых выпусков); выпуски финансовых институтов (банков, финансовых компаний и т.д.). Среди корпоративных облигаций можно найти не только полный перечень всех типов облигаций, встречающихся на этом рынке, но и самый широкий их ассортимент — от первых закладных на недвижимость до конвертируемых облигаций (которые предполагается рассмотреть в следующей главе): необеспеченные облигации, второстепенные облигации с вторичным характером требований к активам эмитента, обеспеченные второстепенные облигации, банковские краткосрочные бумаги (представляющие собой выпускаемые банками или другими финансовыми органами необеспеченные долговые обязательства), а также доходные облигации. Проценты по корпоративным облигациям, как правило, выплачиваются один раз в полугодие, при этом очень популярны выкупные фонды. Облигации обычно выпускаются с 1000-долларовым

номиналом и имеют единый срок погашения. Этот срок, как правило, меняется от 25 до 40 лет, и почти все корпоративные облигации обладают оговоркой об отложенном отзыве, которая запрещает их погашение в первые 5—10 лет. Корпоративные облигации пользуются популярностью среди индивидуальных инвесторов, поскольку обеспечивают достаточно привлекательную доходность.

Несмотря на то что большинство корпоративных облигаций соответствует в целом приведенному выше описанию, тем не менее существует один не соответствующий ему тип, именуемый *"сертификат под покупку оборудования"*. Такие сертификаты выпускаются железнодорожными компаниями, авиакомпаниями и другими транспортными фирмами. Денежные поступления, получаемые от продажи этих ценных бумаг, используются для приобретения оборудования, например грузовых вагонов и локомотивов, которые, в свою очередь, используются как залог для данного выпуска. Обычно они являются *серийными облигациями*, и по ним предусматриваются единообразные годовые долевые выкупные платежи. Эти облигации обычно имеют срок погашения от одного года до максимального срока, который редко превышает 15—17 лет. Привлекательная черта таких сертификатов состоит в том, что, несмотря на небезупречный характер выплат, осуществляемых по этим облигациям по схемам, сложившимся еще до периода депрессии, они дают возможность инвестору получать доход, который заметно превышает средний уровень.

Институциональные облигации

Институциональные облигации (обычно имеющие номинал 1000 долл.), будучи наиболее малочисленной группой на рынке облигаций, продаются различными частными бесприбыльными учреждениями типа школ, госпиталей и религиозных организаций. Многие эмитенты этой группы связаны с религиозными организациями, но доминируют среди них больницы. Такие облигации иногда называют *"сердечными"* из-за их эмоциональной притягательности. (Некоторые инвесторы действительно рассматривают вложение средств в облигации этого типа как своего рода благотворительную деятельность.) Даже несмотря на относительно небольшое число случаев невыполнения обязательств по облигациям этой группы, институциональные облигации в целом регулярно обеспечивают доходность, которая на 1—2 пункта *превышает* доходность по корпоративным облигациям, сопоставимым с ними по рейтингу. Это происходит в связи с тем, что вторичного рынка этих выпусков практически не существует. Между тем, поскольку эти облигации выпускаются как серийные, с относительно короткими максимальными сроками погашения (редко превышающими 15—18 лет), инвестор имеет возможность преодолеть этот порок за счет приобретения пакета облигаций со сроками погашения, совпадающими с его потребностями, и, таким образом, за счет снижения (или даже полной ликвидации) потребности в последующих торговых операциях с ними.

Особые выпуски

В дополнение к базовым типам выпусков облигаций, описанных выше, инвесторы могут также выбирать среди растущего числа *особых выпусков*, т.е.

Облигация (вексель) с плавающей процентной ставкой — *это облигация особого выпуска, обладающая двумя уникальными чертами: 1) после установленного периода времени (6—18 месяцев) ставка купона начинает свободно "плавать" на уровне, превышающем доходность казначейских краткосрочных либо долгосрочных векселей; 2) эти облигации ежегодно могут быть выкуплены по номиналу по добровольному желанию их держателей.*

Облигации типа "пут", или возвращаемые облигации, — *это особый выпуск облигаций, дающий держателю право их досрочного погашения в специально оговоренные сроки.*

Пролонгированные облигации (векселя) — *это особые выпуски облигаций со сроком погашения 1—5 лет, которые могут быть погашены либо возобновлены на тот же период, но с новой ставкой процента.*

Облигации с нулевым купоном — *это облигации, по которым не выплачиваются периодические проценты и которые выходят в обращение с большой скидкой по отношению к номиналу; их стоимость с течением времени растет и к моменту срока погашения становится значительно выше эмиссионного курса.*

облигаций, обладающих необычными, уникальными характеристиками. В большинстве случаев эти облигации имеют условия выплаты процентов или погашения, которые выходят за обычные рамки. Как правило, такие облигации выпускаются корпорациями, хотя они все чаще используются и другими эмитентами. Возможно, наиболее старым примером особого выпуска является **облигация (вексель) с плавающей процентной ставкой**. Впервые выпущенный в США в 1974 г., этот тип облигаций имеет две характерные особенности: 1) после первых 6—18 месяцев жизни выпуска купон начинает "плавать" таким образом, что каждые 6—12 месяцев ставка процента фиксируется на некотором уровне, превышающем преобладающую ставку доходности казначейских краткосрочных векселей или ставку доходности казначейских векселей со средними сроками; 2) каждый год краткосрочные облигации могут быть выкуплены по номиналу, причем это делается по желанию *держателей* бумаг. Таким образом, векселя корпораций с плавающей ставкой представляют собой долгосрочное обязательство со стороны заемщика (они обычно выпускаются с периодом погашения 15—25 лет) и при этом еще обеспечивают инвестору весь набор преимуществ владения краткосрочной ценной бумагой (особенно в отношении стабильности курсов). Другим специализированным выпуском, в определенной степени аналогичным предыдущему, является выпуск **облигаций типа "пут", или возвращаемых облигаций**. Такие выпуски дают владельцу облигации право их досрочного погашения через заранее установленные интервалы: обычно через 3—5 лет после выпуска, а затем через каждые 1—5 лет. В обмен на право периодически возвращать облигации эмитенту для досрочного выкупа (по номиналу. — *Прим. науч. ред.*) инвестор вынужден смириться с пониженной процентной ставкой (которая, однако, фиксирована на протяжении всего периода жизни выпуска). И наконец, существуют корпоративные векселя с продлеваемым сроком, т.е. **пролонгированные облигации**, фактически являющиеся краткосрочными ценными бумагами со стандартным сроком погашения 1—5 лет, которые могут быть выкуплены в срок либо, наоборот, возобновлены на тот же самый срок с установлением новой процентной ставки. Например, выпуск может быть осуществлен как серийные, возобновляемые каждые три года векселя корпорации, рассчитанные на общий срок действия 15 лет; каждые три года эти обязательства продлеваются на очередные три года, однако с новой ставкой процента, сопоставимой со ставкой процента, превалирующей в момент их продления на рынке капитала.

Особые выпуски зачастую относятся к числу наиболее популярных ценных бумаг на Уолл-стрите. Фактически три наиболее "горячих" выпуска на сегодня — это ценные бумаги, которые тем или иным образом выходят за рамки обыденности, имеют в каждом случае нестандартные черты, выделяющие их из массы остальных. Этими тремя выпусками являются: облигации с нулевым купоном; облигации, обеспеченные закладной на недвижимость; "бросовые", или высокодоходные, спекулятивные облигации.

Облигации с нулевым купоном

Как следует из самого названия, **облигации с нулевым купоном** его просто не имеют. Более того, этот вид облигаций выпускается с большой скидкой (дисконтом) по отношению к номинальной стоимости, а затем с течением

времени их стоимость растет (с учетом сложного процента), так что к моменту установленного погашения они стоят намного дороже, чем стоили в момент первоначального инвестирования. При прочих равных условиях, чем дешевле облигация, тем выше доходность для инвестора (например, в то время как стандартная облигация со ставкой 7% может стоить 360 долл., облигация с нулевым купоном с доходностью в 15% может стоить 123 долл.). Поскольку эти облигации не имеют купонов, *они не дают возможности получать проценты* каждое полугодие; фактически они не приносят инвестору дохода, пока не наступает срок погашения. Хотя это может показаться достаточно странным, тем не менее в этом и заключаются основной смысл и привлекательность облигаций с нулевым купоном. Дело в том, что, поскольку они не связаны с выплатой процентов, инвесторы не должны беспокоиться о реинвестировании полученных текущих доходов, поступающих два раза в год. Вместо этого сложный процент по этим облигациям фактически гарантирует доход, как бы реинвестированный по ставке, существовавшей на момент приобретения облигаций данного выпуска*. Например, в начале 1989 г. облигации с нулевым купоном, высоким рейтингом и 20-летним сроком погашения можно было приобрести при условии доходности порядка 9—10%; таким образом, имея всего лишь 150 долл., можно было купить облигацию, которая будет стоить почти в семь раз дороже, т.е. 1000 долл., в момент ее погашения через 20 лет. Самое же приятное, что при полном отсутствии вероятности невыполнения текущих обязательств по процентам инвестор получает, по сути, гарантированную постоянную доходность с учетом сложных процентов по ставке 10% на 20-летний срок жизни этого выпуска.

Несмотря на изложенные выше преимущества, все же необходимо отметить существование ряда серьезных недостатков "нулевок". Один из них заключается в том, что если рыночные процентные ставки со временем имеют тенденцию к повышению, то инвестор не сможет получить более высокие доходы (поскольку он не получает текущих доходов, пригодных для реинвестирования по возросшей ставке). Кроме того, облигации с нулевым купоном являются объектом чудовищных колебаний курсов; таким образом, если рыночные процентные ставки растут, инвестор сможет убедиться на собственном опыте, что платой за резкое падение курса облигации с нулевым купоном являются крупные убытки! (Разумеется, когда рыночные процентные ставки *падают*, инвестор будет пожинать плоды необычного прироста капитала, если он является держателем долгосрочных облигаций с нулевым купоном; в самом деле, такие выпуски невозможно превзойти по потенциальному приросту капитала.) Наконец, Налоговое управление США установило правило, в соответствии с которым держатели облигаций с нулевым купоном обязаны показывать в своих декларациях начисленные проценты, даже несмотря на то, что никаких текущих процентов они не получают, а это не слишком приятное занятие! По этой причине большинство полностью облагаемых налогом облигаций с нулевым купоном следует

* Сумма скидки (дисконта), которую получает инвестор при покупке облигации с нулевым купоном, есть не что иное, как сумма процентов, которые он *мог бы* получить в случае покупки обычной облигации с этим же сроком погашения и реинвестировать в соответствии с преобладающей ставкой доходности инвестиций и уровнем приемлемого риска в течение всего периода до погашения. Тем самым эмитент "выплачивает авансом" все предстоящие проценты, делая возможной эмиссию по низкому курсу. *(Прим. науч. ред.)*

использовать как инвестиционный инструмент для реинвестирования доходов, полученных от защищающих от налогообложения инвестиций, как, например, доходов, накапливаемых на индивидуальных пенсионных счетах, или доходов по счетам, которые принадлежат несовершеннолетним детям, достигшим 14 или чуть более лет, и которые, по-видимому, будут облагаться налогами по минимальной ставке либо будут свободны от них. Облигации с нулевым купоном выпускаются корпорациями, муниципалитетами, федеральными учреждениями и Казначейством США; наконец, многие крупные брокерские фирмы формируют из ценных бумаг Казначейства так называемые "пакеты облигаций с нулевым купоном", а затем продают их инвесторам в форме сертификатов инвестиционных трастов, получивших на рынке облигаций такие специфические названия, как *TIGRS*, *CATS* и *LIONS**.

Ценные бумаги, обеспеченные закладной

Облигация с пулом закладных — *это долговая ценная бумага, основанная на пуле закладных на недвижимость; выпускается преимущественно федеральными органами.*

Облигация с пулом закладных представляет собой долговую ценную бумагу, имеющую обеспечение в виде пула закладных на недвижимость. Эмитент, например Национальная правительственная ассоциация по ипотечному кредитованию (*GNMA*), комплектует пул закладных на недвижимость, а затем выпускает ценные бумаги на сумму, равную созданному пулу. Эти облигации, известные под разными названиями: как *"ценные бумаги, выпущенные на основе пула ипотек или других кредитов"*, или как *"ценные бумаги—проводники"*, или, наконец, как *"сертификаты участия"*, обычно продаются с минимальным номиналом 25 000 долл.** Хотя срок их погашения может достигать 25—30 лет, средняя продолжительность жизни таких выпусков намного короче (10—12 лет), поскольку среди столь большого количества закладных, собранных в пул, найдутся те, выплата по которым должна производиться раньше. Инвестируя средства в одну из таких ценных бумаг, вы получаете право на неделимый доход в пуле закладных. Таким образом, когда владелец дома производит ежемесячный взнос по закладной, то эта плата в основном поступает к вам — держателю облигации — в качестве платы по обеспечиваемой закладной облигации. Хотя ценные бумаги этого типа выпускаются с нормальным купоном, доход по ним выплачивается чаще ежемесячно, а не один раз в полугодие. Фактически, ежемесячная сумма, получаемая держателем облигации, является подобно плате по закладной *и* вкладом в погашение основной суммы долга, *и* процентами (т.е. представляет

---

* Например, *TIGRS* — это сокращенное название *Treasury Investors Growth Receipt*, новой ценной бумаги с нулевым купоном, созданной всемирно известной брокерской фирмой "Меррилл Линч". Принцип формирования подобных *"упакованных"* ценных бумаг состоит в подборе государственных облигаций, в том числе и купонных, объединении в пакеты их номиналов и отдельно, в другие пакеты, купонов по государственным облигациям, а затем раздельной продаже инвесторам этих пакетов как ценных бумаг с нулевым купоном. Держатель данного сертификата приобретает их с крупной скидкой, не получает текущих процентов, и они выкупаются при наступлении срока погашения по номиналу. Аналогичные принципы лежат в основе *CATS* и *LIONS*. *(Прим. науч. ред.)*

** На самом деле эти ценные бумаги опосредуют передачу доходов, получаемых по закладным, которые находятся в руках у посредника-эмитента, инвесторам. Таким образом, складывается цепочка платежей: от покупателя недвижимости в виде процентов и части основной суммы долга к инвестиционному банку или федеральному агентству, которые выступают посредниками и эмитентами данных ценных бумаг, далее к инвестору. Существуют и другие аналогичные ценные бумаги, обеспеченные пулом закладных на иные активы, к примеру автомобили. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 9.6 Основные федеральные учреждения, осуществляющие выпуск облигаций с пулом закладных

Наименование	Уменьшительное название	Описание
Национальная правительственная ассоциация по ипотечному кредитованию *(GNMA)*	"Гинни мэй"	Наиболее крупный эмитент обеспечиваемых пулом закладных облигаций, формирует и продает пулы застрахованных закладных Федерального управления шоссейных дорог и Управления по делам участников войны
Федеральная корпорация ипотечного кредитования частного строительства *(FHLMC)*	"Фредди мэк"	Вторая по величине. Первая предложила пулы, содержащие обычные закладные; основной эмитент "сертификатов участия" *(PCs)*. Спонсируется правительством, но не имеет его гарантий
Федеральная национальная ассоциация по ипотечному кредитованию *(FNMA)*	"Фанни мэй"	Старейшая в данном бизнесе, предлагает облигации, выпускаемые на основе пула ипотек, аналогичные "сертификату участия". Является частной корпорацией, спонсируемой правительством, однако не имеет его гарантий. Лидирует в приобретении "старых" закладных с низким купонным процентом

собой очередную выплату по займу, погашаемому равными долями. — *Прим. науч. ред.*). Поскольку та часть, которая является долей основной суммы долга, рассматривается как возврат капитала, она не облагается налогом. Иначе обстоит дело с процентами, поскольку они подпадают под обычный налог на прибыль как по законам штата, так и по федеральным законам.

Облигации с пулом закладных выпускаются преимущественно тремя государственными учреждениями. Хотя эмитентами могут являться некоторые штаты и отдельные институты — в большинстве случаев крупные банки (инвестиционные. — *Прим. науч. ред.*) и ссудосберегательные ассоциации, федеральные агентства доминируют на соответствующем рынке, и выпускаемые ими облигации данного вида составляют 90—95% суммы оборота по ценным бумагам, обеспеченным пулом закладных. Названия основных агентств, выпускающих ценные бумаги на основе пула ипотек, перечислены в табл. 9.6.

Одной из проблем, связанных с облигациями с пулами закладных, является тот факт, что они, по сути, *"самоликвидируемые"*, поскольку часть ежемесячных выплат наличными перетекает к инвестору и представляет собой основную сумму долга, изначально инвестированную в выпуск. Таким образом, с каждой выплатой инвестор получает назад часть инвестированного капитала, так что к моменту наступления срока погашения уже *нет* крупных выплат по основной сумме долга, которые предстоит получить. (Вместо этого основная сумма была возвращена небольшими частями в течение все-

го периода жизни облигации.) Конечно, некоторые плохо информированные инвесторы испытывают шок, узнав, что от их исходного капитала "ничего не осталось" или "осталось очень мало". Для решения этой проблемы были созданы *взаимные фонды*, которые осуществляли инвестиции в ценные бумаги с пулами закладных, *но* автоматически в течение длительного времени реинвестировали часть, соответствующую основной сумме долга в потоке денежных средств, ежегодно причитающихся по этим ценным бумагам. Таким образом, инвесторы, участвующие во взаимных фондах, получают только проценты на инвестиции и поэтому имеют возможность "сохранить" свой капитал.

Облигации, обеспеченные портфелем закладных (СМО), — *это разновидность облигаций с пулом закладных (ипотек), держатели которых подразделяются на классы в зависимости от желаемого для них срока погашения; сумма погашения возвращается в первую очередь держателям краткосрочных классов, затем среднесрочных и в последнюю очередь долгосрочных классов.*

Авансовые взносы по ипотечной ссуде являются еще одной проблемой, присущей облигациям, обеспеченным пулом закладных. Отчасти именно в связи с этой проблемой и с целью ликвидации некоторой неопределенности, возникающей из-за предоплат в стандартном варианте облигаций с пулом закладных, были созданы особые разновидности облигаций с пулом закладных — **облигации, обеспеченные портфелем закладных** (*СМО*). В традиционных облигациях с пулом закладных (ипотек), по мере того как должниками по ипотечному кредиту осуществляется оплата объединенных в пул закладных, *все* держатели облигаций получают пропорционально распределенные доли сумм погашения, в результате чего резко сокращается срок жизни самой облигации, обеспеченной пулом закладных. Облигации же, обеспеченные портфелем закладных, в противоположность сказанному выше позволяют разделить инвесторов на классы (формально такие классы именуются траншами) в зависимости от их намерения осуществить краткосрочное, среднесрочное или долгосрочное инвестирование. В этом выпуске текущие проценты выплачиваются всем держателям облигаций, обеспеченных портфелем закладных, *все выплаты по основной сумме долга* (сумме погашения) в первую очередь поступают к держателям краткосрочных вариантов облигаций с портфелем закладных до тех пор, пока они не будут полностью погашены; затем следующий класс (транш), в свою очередь, становится единственным получателем основных сумм, и так далее, пока не будет погашен долг по последнему траншу. Таким образом, среди обеспеченных портфелем ипотек облигаций только держатели одного транша в каждый момент времени получают основную сумму долга*. Фактически, почти все обеспеченные закладными ценные бумаги сегодня открыто продаются или в форме облигаций, обеспеченных портфелем закладных *(СМО)* (ипотек), или в виде инструментов инвестиций в закладные на недвижимость *(REMICs)***. Перечисленные ценные бумаги соответствуют различным вариантам комплектования закладных (ипотек) и типичных ценных бумаг с пулом ипотек для перепродажи широкому кругу инвесторов.

---

* Основным эмитентом этой разновидности облигаций выступает "Фредди мэк". Обычно по каждому траншу устанавливается не только свой срок погашения (как правило, 2, 5, 10 или 20 лет), но и ставка процента. Облигации, обеспеченные портфелем ипотек, основаны на закладных, имеющих высокий рейтинг, а также часто на государственных гарантиях, поэтому они имеют на американском фондовом рынке очень высокий рейтинг — *ААА*. Снимая ряд проблем риска для инвесторов, эти ценные бумаги предлагают им не очень высокие ставки доходности. *(Прим. науч. ред.)*

** В отличие от облигаций, обеспеченных портфелем закладных, эта разновидность облигаций с пулом ипотек является еще более гибким инструментом. Транши выделяются не только по критерию сроков погашения, но и по характеру требований к активам (старшие и младшие транши), характеру выплаты процентов (стандартные или остаточные транши). Поэтому уровень риска инвестиций в эти инструменты несколько выше, и их рейтинг соответственно ниже. *(Прим. науч. ред.)*

Если рассуждать в целом (с учетом вероятных исключений держателей *"ценных бумаг — проводников остаточного характера" (pass-through residual))*, то облигации с пулом закладных являются инструментом инвестиций, которые могут предложить в высшей степени конкурентоспособную и привлекательную доходность. Более того, существует хорошо сформировавшийся вторичный рынок, так что эти облигации относительно просто купить или продать. Между тем эти долгосрочные ценные бумаги, как и любые долгосрочные облигации, страдают от резких колебаний курсов, следующих за изменениями рыночных процентных ставок. И хотя их обеспечение устанавливается в виде пулов закладных, это не придает им иммунитета против колебаний курсов. Ценные бумаги такого рода стали объектом повышенного спроса на рынке, так как они с энтузиазмом приобретались как индивидуальными, так и институциональными инвесторами. (К 1988 г. их совокупная стоимость составила около $^3/_4$ *трлн. долл.*) Такое широкое признание этих видов облигаций привело к развитию новой рыночной технологии — к процессу **секьюритизации**, при котором различные типы банковских инструментов кредитования трансформируются в ликвидные ценные бумаги, похожие на облигации с пулом закладных. Инвестиционные банки продают теперь на фондовом рынке "ценные бумаги—проводники" на миллиарды долларов под названием *ценные бумаги, опирающиеся на банковские активы (asset-backed securities)*, которые обеспечиваются пулом автомобильных кредитов, счетов по кредитным карточкам, займов на приобретение передвижных домиков и средств отдыха. Например, финансовые структуры компании "Дженерал моторс" *(GMAC)* регулярно выпускают ценные бумаги, обеспеченные облигациями автомобильных займов; аналогичным образом займы, выдаваемые через кредитные карты "Мастер кард" и "Виза", регулярно используются как дополнительное обеспечение ценных бумаг, основанных на кредитных карточках. Такие обязательства практически идентичны облигациям с пулами закладных, за исключением того, что они имеют более короткий срок погашения (обычно менее трех лет) и обеспечиваются пулами автомобильных кредитов или причитающимися по кредитным карточкам суммами, а не закладными на дома. На рис. 9.4 представлено рекламное объявление о вновь выпускаемых долговых ценных бумагах, которые обеспечиваются суммами, причитающимися за пользование кредитными карточками.

Секьюритизация — *это рыночный механизм, с помощью которого различные банковские активы трансформируются в ликвидные ценные бумаги, аналогичные облигациям с пулом закладных.*

"Бросовые" спекулятивные облигации

"Бросовые" облигации — *это высокорискованные спекулятивные облигации с низким рейтингом, обеспечивающие высокую доходность до момента невыполнения финансовых обязательств.*

"Бросовые" облигации, или высокодоходные, как их еще называют, представляют собой в высшей степени спекулятивные ценные бумаги, обладающие низким рейтингом (например, *Ba* или *B*), определяемым такими агентствами, как "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з". Несмотря на уничижительное название, такие облигации являются популярным средством инвестирования (или, по крайней мере, были таковыми до недавних широко освещавшихся в печати случаев невыполнения по ним финансовых обязательств). Многие инвесторы находят эти облигации достаточно привлекательными, поскольку они обеспечивают весьма высокую доходность; например, в начале 1989 г. доходность порядка 16% или даже больше была обычной для этой группы облигаций. Между тем *высокая доходность обеспечивалась только благодаря высокой степени риска*, которую влекла за собой покупка таких об-

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of offers to buy any of these securities. The offering is made only by the Prospectus.

NEW ISSUE — February 16, 1989

$750,000,000

National Credit Card Trust 1989-2

9.85% Credit Card Participation Certificates

Citibank (South Dakota), N.A.
Seller and Servicer

Citibank (Nevada), National Association
Seller

The 9.85% Credit Card Participation Certificates (the "Certificates") evidence fractional undivided interests in certain assets of the National Credit Card Trust 1989-2 (the "Trust") to be created pursuant to a Pooling and Servicing Agreement among Citibank (South Dakota), N.A. and Citibank (Nevada), National Association, as sellers (collectively, the "Banks"), Citibank (South Dakota), N.A., as servicer, and Bankers Trust Company, as trustee. The Trust assets will include receivables (the "Receivables") generated from time to time in a portfolio of consumer revolving credit card accounts, collections thereon and the benefits of a limited letter of credit all as described in the Prospectus. Certain assets of the Trust will be allocated to Certificatholders, including the right to receive a varying percentage of each month's collections with respect to the Receivables at the times and in the manner described in the Prospectus. The Banks will own the remaining interest in the Trust and Citibank (South Dakota), N.A. will continue to service the Receivables.

The Certificates represent Beneficial Interests in the Trust only and do not represent interests in or obligations of the Banks, Citibank, N.A., Citicorp or any affiliate thereof. Neither the Certificates nor the underlying accounts or Receivables are insured or guaranteed by the Federal Deposit Insurance Corporation or any other governmental agency.

Price 99.8125% Per Certificate
plus accrued interest, if any, from March 1, 1989

Copies of the Prospectus may be obtained in any State in which this announcement is circulated only from such of the undersigned as may legally offer these securities in such State.

The First Boston Corporation

Goldman, Sachs & Co.

Salomon Brothers Inc.

Merrill Lynch Capital Markets

UBS Securities Inc.

J. P. Morgan Securities Inc.

РИС. 9.4. Ценные бумаги, основанные на банковских активах

Этот выпуск на сумму 750 млн. долл. со сроком погашения 3 года основан на пуле дебетовых кредитных карт. Банк, вместо того чтобы продолжать управлять данными активами, продает их инвесторам. Для банка это удачная сделка, так как ему не приходится платить проценты по ставке 9,85. (*Источник: The Wall Street Journal*, February 16, 1989.)

лигаций. В результате большинство экспертов пришли к общему мнению, что наиболее безопасный способ инвестиций в ценные бумаги такого рода заключается в покупке диверсифицированного портфеля "бросовых" облигаций с преобладанием в нем *"бросовых" облигаций взаимных фондов.*

"Бросовые" облигации выпускаются преимущественно корпорациями и все чаще муниципалитетами. Исторически название таких выпусков возникло по отношению к облигациям эмитентов из группы неустойчивых *компаний*; такие ценные бумаги могут иметь хороший рейтинг на момент эмиссии, но впоследствии утрачивать его из-за плохого управления компанией, жесткой конкуренции или других факторов. В последние несколько лет, однако, значительная часть "бросовых" облигаций происходит не от неустойчивых компаний, а от постоянно растущего числа зрелых (достаточно хорошо известных) фирм, использующих *огромные* суммы этого вида долговых обязательств для финансирования операций по поглощению других компаний или для выкупа компаний персоналом с помощью кредитов. Великолепным примером такого рода является использование 27-миллиардного кредита для выкупа корпорации "Ар-джи-ар Набиско", основную часть которого финансировали за счет высокодоходных "бросовых" облигаций с низким рейтингом. Хотя корпорация "Набиско" и другие подобные компании сегодня уже не считаются неустойчивыми в обычном смысле этого слова (Уолл-стрит относит их к категории "падших ангелов"), инвесторам все же следовало бы помнить, что такие выпуски по-прежнему представляют собой долговые обязательства с низким рейтингом и *высокой степенью риска невыполнения финансовых условий*! Как и все другие высокодоходные "бросовые" облигации, выпуски этих эмитентов следовало бы использовать только тем инвесторам, которые хорошо знакомы с опасностью вероятного риска и, что не менее важно, которые чувствуют себя комфортно в столь рискованной ситуации.

Рейтинг облигаций

Рейтинг облигаций — *это градация, указывающая на качество объекта инвестирования, обозначаемая буквами и присваиваемая облигациям определенного выпуска на основе тщательного финансового анализа.*

Рейтинги облигаций подобны оценкам за знания; баллы в виде букв присваиваются выпуску облигаций на основе тщательного, профессионально выполненного финансового анализа, определяющего качество инструментов инвестирования. Рейтинги широко используются и являются важной частью муниципального, институционального и корпоративного рынков, на которых выпуски облигаций регулярно оцениваются одним или несколькими специальными агентствами. Оцениваются даже ценные бумаги, выпущенные некоторыми государственными ведомствами, например Управлением по развитию водного, энергетического и сельского хозяйства долины р. Теннеси *(TVA)*, хотя они всегда получают рейтинги, подтверждающие, по сути дела, очевидное: эти ценные бумаги являются первоклассными. Двумя крупнейшими и наиболее известными агентствами, устанавливающими рейтинг ценных бумаг, являются агентства "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з".

Как используются рейтинги

Всякий раз, когда на рынок попадает новый крупный выпуск ценных бумаг, его анализом занимаются профессиональные экономисты—аналитики ценных бумаг с целью определения качества инструмента инвестирования и

ТАБЛИЦА 9.7 **Рейтинг облигаций**

"Муди'з"	"Стэндард энд пур'з"	
Aaa	*AAA*	*Высококачественные инвестиционные облигации.* Самый высокий рейтинг; степень вероятности выплаты номинала и процентов очень высока.
Aa	*AA*	*Высококачественные инвестиционные облигации.* Высокое качество по всем стандартам, но курс несколько ниже, так как понижена степень надежности.
A	*A*	*Инвестиционные облигации среднего качества.* Имеют много хороших инвестиционных свойств, но чувствительны к неблагоприятным изменениям в экономике.
Baa	*BBB*	*Инвестиционные облигации среднего качества.* По этим облигациям выплачиваются номиналы и проценты, но они слабо защищены от влияния неблагоприятных экономических условий.
Ba	*BB*	*Спекулятивные выпуски.* Имеют среднюю степень защиты номинала и процентов в разные экономические периоды. (Это один из рейтингов "бросовых" облигаций.)
B	*B*	*Спекулятивные выпуски.* Обычно не имеют хороших инвестиционных свойств. Вероятность выплаты номинала и процентов невелика; это также рейтинг "бросовых" облигаций.
Caa	*CCC*	*Высокорискованные облигации.* Низкокачественные выпуски, обязательства по которым или не выполняются, или существует опасность их невыполнения.
Ca	*CC*	*Высокорискованные облигации.* Высокоспекулятивные выпуски, обязательства по которым часто не выполняются. Обладают также другими рыночными недостатками.
C		*Высокорискованные облигации.* Такие выпуски считаются почти не имеющими инвестиционных качеств.
	C	*Высокорискованные облигации.* Это рейтинг доходных облигаций, по которым не выплачиваются проценты.
	D	*Высокорискованные облигации.* Обязательства по этим выпускам фактически не выполняются; проценты и суммы погашения депонированы эмитентом.

Источник: Moody's Bond Record and Standard & Poor's Bond Guide.

степени риска в случае невыполнения обязательств. Они тщательно изучают финансовые отчеты института, выпустившего ценные бумаги, и оценивают их перспективы. Хотя способы фактического кредитного анализа, выполняемого рейтинговыми агентствами, меняются и при анализе каждого выпуска применяются особые приемы, в большинстве случаев при определении рейтинга облигаций учитываются несколько главных факторов. Например, если облигации выпускает какая-либо корпорация, к этим факторам относятся: условия письменного соглашения об эмиссии облигаций, глубокое изучение потенциала доходности компании (включая стабильность ее доходов), степени ликвидности баланса компании и методов управления ею, исследование относительного долгового бремени компании и

степени "покрытия" задолженности для определения того, насколько аккуратно компания сможет обслуживать как имеющийся в данное время долг, так и любые новые займы, которые она планирует выпустить или уже предлагает к продаже. (За установление рейтинга облигаций каждой корпорации "специалисты" обычно берут от 500 до 15 000 долл., и эти деньги выплачиваются эмитентом ценных бумаг или гарантом их размещения — андеррайтером.) Результатом всей этой работы является рейтинг облигаций, присвоенный им во время эмиссии и указывающий на способность эмитента быстро и эффективно "покрывать" свою задолженность.

"Расщепленный" рейтинг — *это разные рейтинги, присваиваемые одной ценной бумаге двумя основными агентствами.*

В табл. 9.7 указаны виды шкалы рейтинга, присваиваемые облигациям двумя ведущими рейтинговыми агентствами. Кроме стандартной шкалы рейтинга, показанной в таблице, агентство "Муди'з" применяет к облигациям, имеющим рейтинг из двух букв — от *АА* до *ВВ*, цифровые символы (1, 2 или 3), а агентство "Стэндард энд пур'з" использует в своей рейтинговой системе тех же классов облигаций знаки "+" или "–", чтобы показать относительное место ценных бумаг внутри одной крупной рейтинговой категории (например, рейтинг *А–* или *А3* указывает на то, что облигации этого выпуска занимают последнее место в категории *А*, а рейтинг *А+* или *А1* означает положение в верхней части категории *А*). За исключением небольших различий в символах (*Ааа* или *ААА*), значение и толкование шкалы рейтинга в основном одинаковы. В большинстве случаев "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з" присваивают одинаковые категории рейтинга. Однако иногда выпуску присваиваются две разные категории: такой рейтинг называется "расщепленным" рейтингом и рассматривается просто как "затенение" тем или иным образом качества выпущенных ценных бумаг. Например, агентство "Муди'з" может присвоить конкретному выпуску облигаций рейтинг *Аа*, а "Стэндард энд пур'з" — *А* или *А+*. Рейтинги более старых и крупных выпусков ценных бумаг также регулярно пересматриваются, чтобы убедиться в том, что присвоенная категория по-прежнему действительна и сохраняет свою силу. Облигации большинства выпусков сохраняют до срока погашения одну и ту же категорию рейтинга, но довольно часто случается так, что в течение срока, оставшегося до погашения, рейтинг пересматривается в сторону повышения или понижения. Как вы понимаете, рынок реагирует на пересмотр рейтинга соответствующей корректировкой доходности облигаций; например, пересмотр рейтинга в сторону повышения (скажем, с *А* до *АА*) приводит к понижению рыночной доходности данного выпуска, что является отражением повышения качества облигаций. Наконец, несмотря на то что может показаться, будто рейтинг получает сам эмитент, фактически он присваивается именно выпуску ценных бумаг; в результате эмитент может иметь разные рейтинги, присвоенные разным выпускам его ценных бумаг; например, старшие ценные бумаги могут иметь один рейтинг, а младшие — другой, более низкий рейтинг.

Что обозначает рейтинг?

Большинство покупателей облигаций обращают большое внимание на рейтинги агентств, поскольку они влияют не только на возможную реакцию рынка, но и на сравнительную величину рыночной доходности. В частности, при прочих равных условиях, чем выше рейтинг, тем ниже доходность облигации. Так, облигация с рейтингом *А* может иметь доходность 10%, а сопоставленная с ней облигация, имеющая рейтинг *ААА*, даст доходность,

возможно, в пределах 9,5—9,75%. Далее, ценные бумаги инвестиционного уровня (т.е. занимающие одну из четырех верхних позиций шкалы рейтинга) более чувствительны к изменению рыночных процентных ставок и склонны демонстрировать более однообразную динамику курсов по сравнению с ценными бумагами с более низким рейтингом (спекулятивными). Рейтинг облигаций, присвоенный аналитическими агентствами, освобождает индивидуальных инвесторов от трудной работы по самостоятельной оценке инвестиционного качества того или иного выпуска ценных бумаг. В распоряжении крупных институциональных инвесторов часто имеется свой штат аналитиков, которые самостоятельно оценивают кредитоспособность различных корпоративных и муниципальных эмитентов; в отличие от них индивидуальные инвесторы мало что могут выиграть от проведения собственного анализа эмитента. Проведение такого анализа требует много времени и затрат, а также гораздо больше умения и опыта, чем имеет рядовой частный инвестор. Установленным рейтингам верит значительная часть инвесторов, потому что сама практика доказала, что агентства действительно хорошо умеют оценивать качество облигаций. Поэтому индивидуальные инвесторы могут полагаться на присвоенные агентствами рейтинги как на достаточно точный критерий кредитоспособности эмитента и риска невыполнения обязательств по выпущенным ценным бумагам. Однако не забывайте, что рейтинг облигаций служит только критерием *финансового* риска бумаг определенного выпуска и все это не имеет никакого отношения к степени подверженности этих ценных бумаг *рыночному* риску. Поэтому, если рыночные процентные ставки увеличиваются, даже у бумаг высшего качества могут упасть курсы, что подвергнет инвесторов рыночному риску и опасности потерять капитал.

Рыночные ставки процента

Динамика рыночных ставок процента *оказывает значительное влияние на доходность акций и их курс*; за этими показателями внимательно следят и те инвесторы, чью политику можно определить как агрессивную, и те, кто придерживается консервативной политики. Для инвесторов-консерваторов они важны потому, что одной из их главных целей является сохранение высокой доходности. Агрессивные биржевые дельцы, непосредственно участвующие в торгах за свой счет, также заинтересованы в определенной ставке процента, так как их инвестиционные программы строятся на возможности получения прироста капитала, сопровождающей резкое колебание процентной ставки.

Спред доходности ценных бумаг — *это разница в доходности процентных ставок, существующая в различных секторах рынка.*

Подобно тому как не существует единого рынка облигаций, а есть ряд различных секторов рынка, нет и единой процентной ставки, применимой ко всем сегментам рынка. Вернее, у каждого сегмента есть свой, в некотором смысле уникальный, уровень процентных ставок. Известно, что различные процентные ставки действительно имеют тенденцию со временем двигаться в одном направлении и вести себя в основном одинаково, но известно также и то, что в различных секторах рынка существует **спред доходности**, или разница в доходности различных типов ценных бумаг (либо разница в процентных ставках). Давайте подытожим некоторые из наиболее важных особенностей рыночной доходности и спреда доходности ценных бумаг.

1. Самая низкая ставка процента — у муниципальных облигаций, потому что доход от них не облагается налогом; их рыночная доходность составляет, как правило, примерно $^{2}/_{3}$ доходности по корпоративным облигациям. В сегменте ценных бумаг с облагаемым доходом самая низкая доходность существует у облигаций, выпускаемых правительством (поэтому у них самый низкий риск), за ними идут облигации, выпускаемые федеральными агентствами, корпорациями, и, наконец, облигации институциональных эмитентов (фондов), дающие самую высокую доходность.
2. Выпуски ценных бумаг, обычно имеющие рейтинг, присвоенный специализированными агентствами (например, муниципальные и корпоративные облигации), как правило, ведут себя на рынке одинаково: чем ниже рейтинг, присвоенный агентством, тем выше доходность.
3. Обычно существует прямая связь между купоном, который имеют облигации одного выпуска, и их доходностью: самую низкую доходность дают облигации с дисконтом, т.е. облигации, текущий курс которых ниже стоимости погашения или номинала (или облигации с низкой купонной ставкой), а наиболее высокую доходность — облигации с премией (или облигации с высокой купонной ставкой), текущий курс которых выше суммы погашения или номинала*.
4. В муниципальном секторе ценных бумаг доходные облигации дают уровень доходности выше, чем генеральные (общие) облигации.
5. Облигации, которые могут быть свободно отозваны или досрочно погашены, обычно имеют самую высокую доходность, по крайней мере на дату их выпуска. За ними по доходности следуют облигации с отложенным отзывом, и замыкают список облигации, которые не могут быть погашены досрочно.
6. Как правило, облигации с большим сроком погашения более доходны, чем облигации с коротким сроком погашения; однако это правило сохраняется не всегда, поскольку бывают периоды, например как в начале 1989 г., когда доходность ценных бумаг с коротким сроком погашения превышала доходность ценных бумаг с длительным сроком погашения.

Приведенные выводы можно использовать как общее руководство при оценке наиболее доходных сегментов рынка облигаций. Например, покупатели муниципальных облигаций, стремящиеся к текущему доходу, могут подумать о приобретении некоторых доходных облигаций, имеющих достаточно высокий рейтинг, как об одном из способов повышения доходности инвестиций. А инвесторы, предпочитающие выпуски ценных бумаг высокого качества и стремящиеся к получению текущего дохода, могут выбрать скорее облигации, выпущенные федеральными агентствами, чем казначейские ценные бумаги.

Инвесторы должны внимательно следить за процентными ставками и спредом доходности различных видов облигаций и стараться быть в курсе не только текущего положения на рынке, но также и *будущего направления*

* Если купонная (процентная) ставка данного выпуска облигаций ниже, чем преобладающая рыночная, то их курс снижается и они продаются с дисконтом. Дисконт выступает средством повышения привлекательности облигаций с низким процентом в глазах инвесторов. Наиболее привлекательны облигации, у которых процентная (купонная) ставка выше преобладающей рыночной. Поэтому спрос на них растет, а, значит, курс может превысить номинал. *(Прим. науч. ред.)*

CREDIT MARKETS

New 52- Week T-Bills Are Extremely Popular; Bonds Stage Biggest One-Day Rally of the Year

By Tom Herman
And Rick Stine
Staff Reporters of The Wall Street Journal

NEW YORK — The Treasury's new one-year bills sold yesterday proved to be exceptionally popular.

Treasury officials received a huge volume of bids for the bills from individuals and institutions. The average discount rate was 8.45%, which translates into a bond-equivalent yield of 9.16%.

With short-term rates so high, many investors have concluded that this is a good time to play it safi. The volume of bids from individual investors at yesterday's auction was nearly three times sa large sa at the previous auction of one-year bills last month.

Moreover, one-year T-bills offer even higher yields than 30-year government bonds, which were quoted late yesterday at 8.98%. "If I can get 9% on a one-year Treasury bill, that allows me time to wait and see how things unfold," said James R. Capra, senior vice president at Shearson Lehman Government Securities Inc.

Meanwhile, the dollar's recent strength in the currency markets helped bolster bonds yesterday. Prices of long-term Treasury issues, which had hardly budged all week, rose about ¾ point, or $7.50 for each $1,000 face amount, the biggest one-day rally in about three weeks.

Trading volume was brisk. "It's by far the busiest retail day we've had" this year, said William Pike, a managing director at Manufacturers Hanover Securities Corp. He said the dollar's stability "emboldened some foreigners to buy more [Treasury bonds] than they would have."

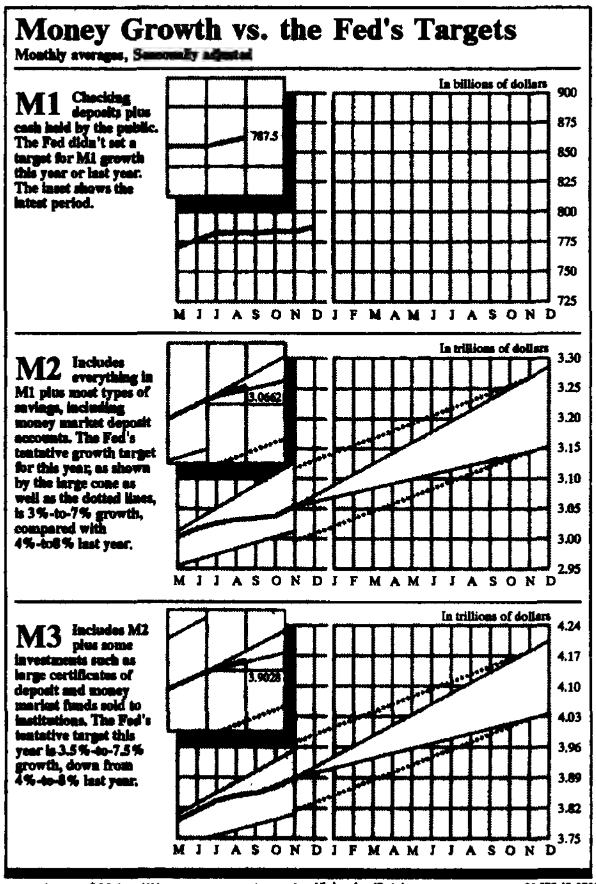
Mr. Pike and several other dealers also attributed the bond rally partly to short-covering, which dealers scrambled to buy back securities they previously had horrowed and sold. Some dealers also pointed to strong buying in the Chicago futures markets.

Rumors thet a government report this morning will show unexpectedly low inflation last month helped fuel the rally, traders said. They said there was speculation that the producer price index for December will show a rise of only 0.2% or 0.3%. That would be lower than the average estimate of a 0.4% increase in a survey of a dozen analysts by Dow Jones Capital Markets Report.

Treasury Securities

The Treasury received a record volume of bids from individual investors at its sale of $9.04 billion of new 52-week bills yesterday.

The Treasury received $1.57 billion of "noncompetitive tenders," mostly from individuals. That was up from $534 million at



record was $886 million at an auction of 52-week bills in September 1983.

The average return of 8.45% was down slightly from 8.49% at the previous 52-week bill auction.

In the bond market, trading was quiet early in the day but pricea began to advance in the afternoon. The Treasury's 30-year bonds climbed to 100 5/32 from 99 14/32, while the yield fell to 8.98% from 9.05%.

The latest 10-year notes rose to 98 6/32 from 97 22/32, and the yield fell to 9.15%.

High price (Rate)	91.476 (8.43%)
Low price (Rate)	91.446 (8.46%)
Coupon equivalent	9.16%

The bills are dated Jan. 19 and mature Jan. 18, 1990

Corporate Issues

Corporate bond prices finished ⅛ to ½ point higher in light trading.

Only one new issue came to market yesterday and that was a $100 millinn offering of 10-year notes for McDonald's Corp. Underwriters said the issue sold out quickly.

Syndicate officials noted that the issue

РИС. 9.5. Популярный источник информации о рыночной ставке процента и рынке кредитов

Колонка "Рынок кредитов" публикуется в "Уолл-стрит джорнэл" ежедневно; в ней содержится информация о текущем состоянии и перспективах рынка облигаций. Этот конкретный день был отмечен значительным числом сделок, в которых отразились изменения денежной массы и рост этих изменений. (*Источник: The Wall Street Journal*, January 13, 1989, p. 12.)

движения рыночных ставок процента. Если инвестор, ориентированный на получение дохода, думает, например, что ставки достигли почти пиковой величины, это должно подтолкнуть его к тому, чтобы попытаться зафиксировать превалирующий высокий уровень доходности с помощью защиты от отзыва (например, путем покупки казначейских облигаций либо облигаций компаний коммунальных услуг с рейтингом *АА*, имеющих достаточно длительную отсрочку момента досрочного отзыва). Если агрессивный биржевой делец, играющий на рынке ценных бумаг, считает, что процентные ставки достигли пиковой величины (и вскоре начнут падать), это должно послужить ему сигналом для покупки облигаций, курс которых может возрасти максимально, например облигаций с низкой купонной ставкой, срок погашения которых еще долгое время не истечет. Очевидно, что в обоих случаях важное значение имеет *будущая динамика процентных ставок.*

Каким же образом инвестор может сформулировать такие ожидания? При отсутствии хорошей экономической подготовки ему придется полагаться на опубликованные источники информации. К счастью, такой информации публикуется огромное количество. Хорошим источником информации являются брокеры, а также такие фирмы, стоящие на службе инвесторов, как "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з"; наконец, есть ряд широко распространенных публикаций по вопросам бизнеса и финансов (такие, как "Уолл-стрит джорнэл", "Форбс", "Бизнес уик" и "Форчун"), которые регулярно освещают текущее состояние и перспективы развития рыночной ставки процента. (Одна из лучших публикаций представлена на рис. 9.5.) Однако формулирование ожиданий — нелегкая задача! Хуже того, практически почти невозможно с высокой степенью точности предсказать будущую динамику движения процентных ставок. Однако, приучив себя к регулярному внимательному чтению этих изданий и сообщений, инвесторы могут следить за динамикой процентных ставок и предвидеть, что может произойти в ближайшем будущем (скажем, в течение следующих 6—12 месяцев, а возможно, и дольше).

Что вызывает изменение процентных ставок?

Хотя проблема процентных ставок относится к сложным экономическим вопросам, мы знаем, что определенные силы оказывают особенно большое влияние на динамику рыночных ставок процента. Прежде чем покупать облигации, следует ознакомиться с основными факторами, определяющими величину процентных ставок, и попытаться вести наблюдение за этими переменными величинами, по крайней мере неформально. В этом плане наиболее важной переменной, возможно, является инфляция. Изменения темпов инфляции (или даже ожидания определенного курса инфляции в будущем) оказывали прямое и значительное влияние на рыночные процентные ставки и являлись главной причиной больших колебаний процентных ставок. Ясно, что, когда ожидается замедление темпов роста инфляции (т.е. вступление в период дезинфляции), рыночные процентные ставки также должны понизиться. Чтобы получить представление о характере связи процентных ставок с темпами инфляции, обратите внимание на рис. 9.6. Заметьте, что со снижением темпов инфляции уменьшаются и процентные ставки. Кроме инфляции, другими переменными величинами, влияющими на процентные ставки, являются: 1) изменения денежной массы, находящейся в обращении;

РИС. 9.6. Влияние инфляции на динамику процентных ставок

Динамика процентных ставок всегда тесно связана с темпами инфляции. Изменение, произошедшее в начале 80-х годов, заключалось в увеличении разрыва между темпами роста инфляции и процентных ставок: с 1982 г. он увеличился примерно до 6 пунктов вместо прежних 3.

2) размер дефицита федерального бюджета; 3) спрос на ссудный капитал; 4) уровень экономической активности. Увеличение или резкий скачок одного из этих показателей вызовет изменение процентных ставок в сторону их роста. Наконец, нужно учитывать действия Федеральной резервной системы, в частности колебания величины ее учетной ставки.

Кривые доходности облигаций

Несмотря на то что на динамику рыночных процентных ставок влияют многие факторы, одним из наиболее известных и широко изучаемых факторов является *срок погашения облигаций*. Как отмечалось выше, обычно инвесторы ожидают увеличения доходности по мере удлинения срока погашения облигаций. Взаимосвязь доходности и срока погашения часто выражается **кривой доходности**, графически увязывающей срок погашения с доходностью облигации в определенный момент времени. На рис. 9.7 показаны два вида кривых доходности.

Кривая доходности — *это графическое изображение взаимосвязи срока погашения облигации и ее доходности в определенный момент времени.*

Наиболее распространенной формой кривой является *плавно растущая кривая* (на рис. 9.7 она показана под цифрой 1). Эта кривая показывает, что по мере увеличения срока погашения доходность растет, а покупатели, желающие купить облигации с более длительным сроком погашения и, следовательно, более рисковые (из-за изменчивости курсов и возрастания риска потерь в связи с удлинением срока погашения), могут рассчитывать на более высокий доход. Если крутизна этой кривой доходности вдруг начинает резко *возрастать*, то это обычно служит признаком усиления инфляции, в результате чего могут также повыситься процентные ставки. В этих условиях большинство инвесторов переключаются на облигации со средним или промежуточным (3—5 лет) сроком погашения, дающие достаточный доход

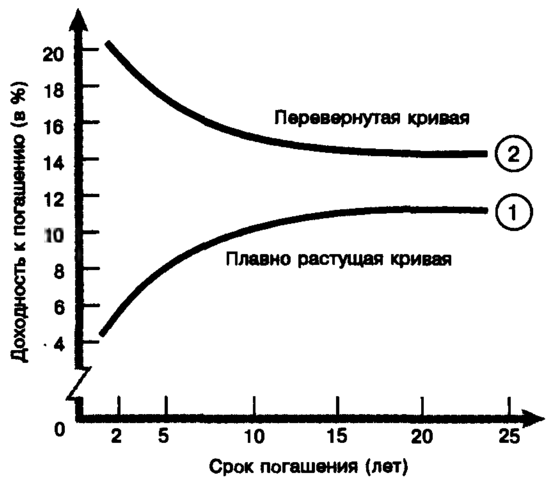


РИС. 9.7. Два вида кривых доходности

Кривая доходности определяет соотношение срока погашения и доходности к погашению в определенный момент времени. В то время как кривые доходности могут иметь различные формы и наклон, наиболее распространенной является плавно растущая кривая, показывающая увеличение доходов инвестора (доходности) с увеличением срока погашения.

с минимальным риском потери капитала. Иногда кривая доходности может направляться вниз или принимать перевернутую форму (на рис. 9.7 показана цифрой 2). Это происходит в том случае, когда Федеральная резервная система поднимает краткосрочные ставки процента (в попытке снизить инфляцию), и грамотные инвесторы считают такое положение почти абсолютно надежным признаком того, что ставки процента достигли максимума и скоро начнут падать. Хотя перевернутые кривые доходности обычно долго не сохраняются, их появление в целом воспринимается как редкая возможность вложения средств инвесторами, располагающими наличностью.

Кривые доходности строятся путем нанесения на график в рамках единой системы координат величин доходности для группы выпусков облигаций, аналогичных во всех отношениях, кроме срока погашения. Например, казначейские облигации однородны по качеству и характеристикам выпуска, а кривые доходности таких облигаций широко публикуются в финансовой прессе. Некая конкретная кривая доходности существует только в течение короткого отрезка времени; по мере изменения условий рынка меняются ее форма и расположение. Информация об *изменениях* формы и расположения кривых доходности полезна при формулировании представлений о поведении процентных ставок в будущем и о том, как это поведение отразится на динамике курсов и сравнимых доходах. Способы построения кривых доходности и возможности их использования более подробно излагаются во вставке "Проницательному инвестору".

Инвестиции на рынке облигаций

Вложение денег в облигации во многих отношениях отличается от вложения средств в любые другие виды ценных бумаг. Во-первых, наименьший

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Как построить кривую доходности

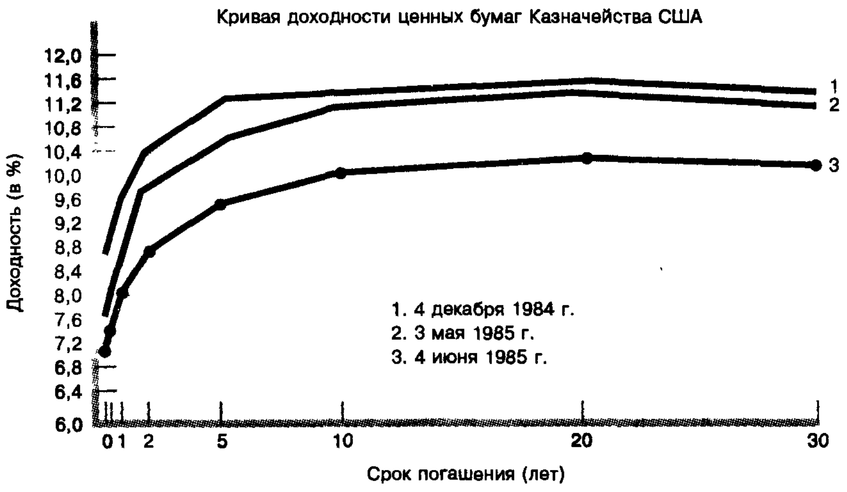
Построение кривой доходности — это финансовый вариант "соединения точек", когда проводятся линии для создания рисунка. В данном случае рисунок, который вы создаете, показывает нормы доходности в любой момент времени сходного набора ценных бумаг, представляющих собой долговые обязательства. Сроки погашения в пределах от трех месяцев до 30 лет проецируются вместе с доступными ставками доходности, в результате чего получается кривая доходности. При построении кривой доходности обычно используются долговые бумаги Казначейства (казначейские векселя, краткосрочные и среднесрочные долговые ценные бумаги и облигации). Это делается потому, что данные об их доходности получить легко, а различия в уровнях риска не являются фактором, влияющим на доходность. Можно построить также графики доходности муниципальных облигаций, облигаций корпораций и даже банковских депозитных сертификатов.

В прилагаемом примере показаны три кривые доходности: на 4 июня 1985 г., на один месяц раньше и на шесть месяцев позже этой даты. Чтобы построить свою кривую доходности, достаточно иметь ручку, лист бумаги-миллиметровки и данные о котировках ценных бумаг из местной газеты или из "Уолл-стрит джорнэл". Мы воспроизвели для примера часть котировок казначейских облигаций из номера этой газеты за 5 июня 1985 г.

Для построения кривой сначала необходимо узнать доходность казначейских ценных бумаг со сроками погашения 3 месяца, 6 месяцев, 1 год, 2 года, 5, 10, 20 и 30 лет. Не так важно, точно ли соответствует время погашения ваших ценных бумаг этим срокам, но постарайтесь, чтобы оно было как можно ближе к ним. Ценные бумаги, которые мы использовали в качестве примера, выделены в таблице котировок. Можно использовать большее количество пунктов, но это сколь-нибудь заметно не изменит формы кривой. Следующим шагом является нанесение точек на лист миллиметровки, откладывание по горизонтальной оси сроков погашения (измеряемых годами), а по вертикальной оси — доходности в процентах. После этого нужно просто соединить нанесенные точки прямыми линиями (люди с художественными наклонностями могут на свой вкус соединить эти точки плавной кривой). В результате мы получим кривую доходности, графически отображающую взаимосвязь доходности и срока погашения для различных казначейских ценных бумаг. Несмотря на то что она может не быть такой же точной, как кривая, которой пользуются профессионалы, для большинства инвесторов она будет более чем приемлемой, причем им не придется тратить тысячи долларов для приобретения компьютера и программ.

Как же инвестор может использовать такие графики? Чтобы понять это, посмотрим на кривые 1 и 2 на прилагаемом графике, отражающем данные соответственно на декабрь и май. График наглядно показывает мягкое снижение процентных ставок по долгосрочным ценным бумагам и их резкое падение по краткосрочным бумагам. Таким образом, легко предвидеть возможное снижение процентных ставок по долгосрочным ценным бумагам и сужение спреда доходности. Поэтому на этот момент выгодно вкладывать деньги в ценные бумаги с более длительными сроками погашения.

Внимательно изучая среднюю кривую, обратите внимание на то, что спред доходности при сроках погашения от 10 до 20 лет составляет 32 базисных пункта, а спред доходности между облигациями со сроками погашения 10 и 30 лет сужается до 16 базисных пунктов. Таким образом, выигрыш в доходности не такой уж большой, если ориентироваться на бумаги со сроком погашения более 10 лет, а риск владения облигациями со сроком погашения 10 лет меньше, чем у ценных бумаг с более длительным сроком погашения. Является ли большой спред доходности между краткосрочными и долгосрочными ценными бумагами стандартным указанием на благоприятную возможность инвестирования? Может быть, но некоторые эксперты утверждают, что спред до-



Информация о доходности для кривой 3

Ценные бумаги Казначейства: облигации и векселя

Выпуск 4 июня 1985 г.

Процентная ставка	Год	Дата	Курс продавца	Курс покупателя	Изменения	Доходность	
14	1985	Июнь	100,13	100,17	– 0,1	5,62	
10	1985	Июнь	100,4	100,8	– 0,1	5,96	
$10^{5}/_{8}$	1985	Июль	100,14	100,18	– 0,1	6,64	
$8^{1}/_{4}$	1985	Авг.	100,6	100,10	+ 0,1	6,45	
$9^{5}/_{8}$	1985	Авг.	100,13	100,17	...	6,65	
$10^{5}/_{8}$	1985	Авг.	100,21	100,25	...	7,03	
$13^{1}/_{8}$	1985	Авг.	101,2	101,6	...	6,64	
3 мес.—$10^{7}/_{8}$	1985	Сент.	101,1	101,5	– 0,1	7,01	
$15^{7}/_{8}$	1985	Сент.	102,18	102,22	– 0,1	7,00	
$10^{1}/_{2}$	1985	Окт.	101,5	101,9	...	7,13	
$9^{3}/_{4}$	1985	Нояб.	100,30	101,2	+ 0,1	7,22	
$10^{1}/_{2}$	1985	Нояб.	101,11	101,15	...	7,34	
$11^{3}/_{4}$	1985	Нояб.	101,25	101,29	...	7,23	
6 мес.—$10^{7}/_{8}$	1985	Дек.	101,26	101,30	+ 0,1	7,33	
$14^{1}/_{8}$	1985	Дек.	103,19	103,23		7,31	
$10^{5}/_{8}$	1986	Янв.	101,26	101,30	+ 0,1	7,53	
$10^{7}/_{8}$	1986	Февр.	102,4	102,8	...	7,67	
$13^{1}/_{2}$	1986	Февр.	104	104,4	+ 0,2	7,31	
$9^{7}/_{8}$	1986	Февр.	101,12	101,16	+ 0,1	7,62	
14	1986	Март	104,27	104,31	+ 0,2	7,63	
$11^{1}/_{2}$	1986	Март	102,27	102,31	+ 0,1	7,69	
$13^{3}/_{4}$	1986	Май	105,10	105,14	– 0,1	7,65	
13	1986	Июнь	104,30	105,2	– 0,2	7,96	— 1 год
$14^{7}/_{8}$	1986	Июнь	106,25	106,29	– 0,1	8,00	
$12^{5}/_{8}$	1986	Июль	104,26	104,30	– 0,1	8,06	
14	1987	Май	109,11	109,15	...	8,60	
$10^{1}/_{2}$	1987	Июнь	103,7	103,11	+ 0,2	8,70	—2 года
$12^{3}/_{8}$	1987	Авг.	106,25	106,29	+ 0,4	8,85	
$13^{3}/_{4}$	1987	Авг.	109,16	109,20	+ 0,1	8,83	
$8^{1}/_{4}$	1990	Май	96,24	97,8	– 0,1	8,95	
$11^{3}/_{8}$	1990	Май	106,26	106,30	+ 0,2	9,58	— 5 лет
$10^{3}/_{4}$	1990	Июль	104,20	104,24	+ 0,3	9,55	
$9^{7}/_{8}$	1990	Авг.	101,15	101,17	+ 0,4	9,47	
$11^{1}/_{4}$	1995	Май	107,15	107,19	+ 0,1	10,03	
$12^{5}/_{8}$	1995	Май	115,8	115,16	+ 0,4	10,12	— 10 лет
$11^{1}/_{2}$	1995	Нояб.	109,8	109,16	– 0,2	10,01	
7	1993—1998	Май	79,17	80,1	+ 1,3	9,75	
$8^{1}/_{4}$	2000—2005	Май	82,7	82,23	+ 0,1	10,31	
12	2005	Май	112,18	112,26	+ 0,2	10,46	— 20 лет
$7^{5}/_{8}$	2002—2007	Февр.	76,14	76,30	+ 0,9	10,30	
$7^{1}/_{8}$	2002—2007	Нояб.	78,15	78,31	+ 0,10	10,29	
$12^{1}/_{2}$	2009—2014	Авг.	117,2	117,6	+ 0,11	10,53	
$11^{3}/_{4}$	2009—2014	Нояб.	111	111,4	+ 0,5	10,48	
$11^{1}/_{4}$	2015	Февр.	107,24	107,28		10,38	— 30 лет

ходности растет постоянно. Дилемма, по-видимому, заключается в том, стоит ли выигрыш, получаемый от большого спреда, дополнительного риска, на который придется идти инвестору, приобретающему ценные бумаги с более длительными сроками погашения. Ответ лежит в оценке будущего направления движения процентных ставок. Хотя кривая доходности не может с уверенностью ответить на этот вопрос, она поможет вам найти подходящие варианты на рынке ценных бумаг с фиксированным доходом.

Источник: Подготовлено по статье: Leonard Stern. "Plotting Your Own Course". *Personal Investor*, August 1985, pp. 52—53.

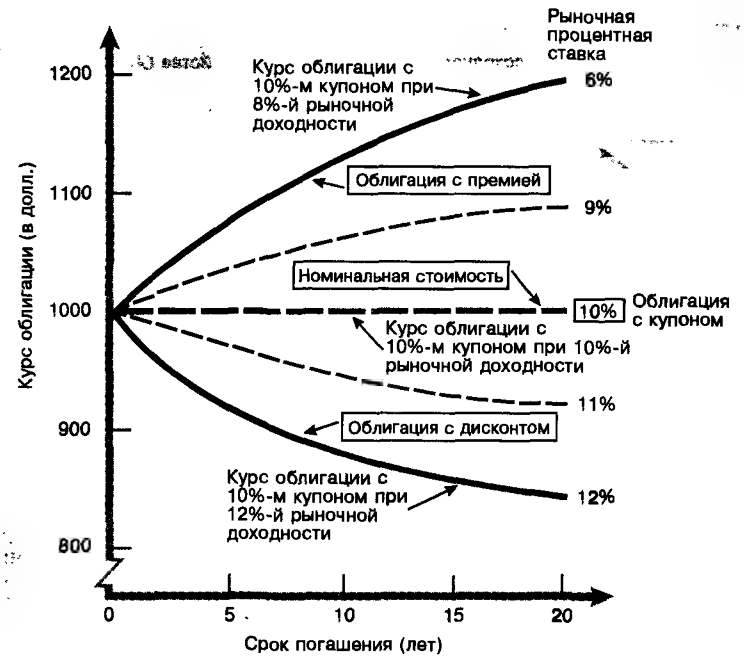


РИС. 9.8. Динамика курсов облигации с 10%-й купонной ставкой

Облигация будет продаваться по номиналу, если рыночные процентные ставки остаются равными купонной ставке облигации (например, когда и купонная, и рыночная ставки равны 10%). Однако когда рыночные процентные ставки снижаются, курсы облигаций растут; по мере приближения срока погашения курс выпуска приближается к значению его номинала *независимо* от уровня преобладающей рыночной процентной ставки.

номинал облигаций намного выше номинала большинства других ценных бумаг. Кроме того, инвесторы должны хорошо разбираться во многих технических понятиях, касающихся, например, оговорки о праве достаточного выкупа облигаций и положения о рефинансировании; спреда доходности различных типов ценных бумаг и общего ценового механизма, действующего на рынке облигаций. Поэтому, прежде чем приступать к рассмотрению различных способов возможного использования облигаций, нам необходимо взглянуть на принципы установления курса облигаций, их котировку и основные трансакционные издержки, а также на преимущества и недостатки владения облигациями.

Принципы динамики курса облигаций

Облигация с премией — *это облигация, рыночная стоимость которой выше номинала; это происходит в том случае, когда рыночные процентные ставки падают ниже купонной (объявленной процентной) ставки.*

Курс облигации определяется ее купоном, сроком погашения и движением рыночных процентных ставок. Когда эти ставки падают, курс облигаций растет, и наоборот. Взаимосвязь курса облигаций с рыночными ставками показана на рис. 9.8. График в основном служит для более яркой демонстрации *обратной* взаимосвязи курса акций и рыночных ставок процента. Заметьте, что более *низкие* ставки процента приводят к более *высокому* курсу облигаций. На рис. 9.8 показаны также различия динамики курсов облигаций с премией и облигаций с дисконтом. **Облигация с премией** продается

Облигация с дисконтом — *это облигация, рыночная стоимость которой ниже номинала; это бывает в том случае, когда рыночные процентные ставки поднимаются выше купонной (объявленной процентной) ставки.*

по курсу выше номинала, что имеет место в том случае, когда рыночная ставка процента ниже купонной. В отличие от нее **облигация с дисконтом** продается по курсу ниже номинала, что является результатом того, что рыночная ставка процента выше купонной. Таким образом, в нашем примере 10%-я облигация продавалась как облигация с премией, когда рыночная ставка составляла 8%, и как облигация с дисконтом, когда установилась ставка в размере 12%.

Когда облигация выходит в обращение, выпуск обычно продается по курсу, равному или очень близкому к номинальной стоимости. Когда наступает срок погашения (через 15, 20 или 30 лет), облигация снова продается по курсу, равному номиналу. Но большинство инвесторов интересует курс облигации в промежуточный период. Известно, что величина изменения курса облигаций зависит не только от *направления* изменения процентных ставок, но также и от *масштаба* этих изменений. Чем сильнее изменяются рыночные процентные ставки, тем больше колебания курса облигаций. Однако курс облигаций — понятие более сложное, так как колебание курса облигаций изменяется также в соответствии с купоном и сроком погашения облигаций определенного выпуска. Следовательно, облигации с более низкой купонной ставкой и (или) с более длительным сроком погашения будут сильнее реагировать на изменения рыночных процентных ставок, и поэтому изменения их курса будут более резкими. (Обратите внимание при работе с рис. 9.8 на то, что при определенном изменении процентной ставки, скажем с 10 до 8%, самое большое изменение курса наступает тогда, когда облигация имеет наибольший срок погашения.) Поэтому очевидно, что, если ожидается *снижение* рыночной процентной ставки, инвестору следует интересоваться облигациями с более низкой купонной ставкой и более длительным сроком погашения (поскольку это даст максимальный прирост капитала). Когда процентные ставки *растут*, инвестор должен поступать наоборот — ориентироваться на облигации с высокой купонной ставкой и малым сроком погашения. Это вызывает минимальное изменение курса и помогает сохранить капитал насколько это возможно.

Фактически, из двух переменных величин наибольшее влияние на изменение курса оказывает срок погашения выпуска. Посмотрим, например, что произойдет со стоимостью 8%-й облигации в случае увеличения рыночной процентной ставки на 1, 2 или 3 пункта.

Срок погашения облигации	Изменение курса 8%-й облигации при увеличении рыночной процентной ставки на		
	1 пункт	2 пункта	3 пункта
5 лет	– 4,0%	– 7,7%	– 12,5%
25 лет	– 10,9%	– 18,2%	– 33,7%

Из таблицы видно, что облигация с малым сроком погашения (5 лет) имеет более стабильный курс. Такая особенность поведения характерна для всех ценных бумаг с фиксированным доходом. Важно знать: если вы хотите уменьшить риск потери капитала, или, точнее, если вы желаете снизить уровень колебания курсов облигаций, приобретайте облигации с более короткими сроками погашения.

Интерпретация котировок

Инвестор, имеющий дело с рынком облигаций, быстро начинает понимать, что операции не всегда так просты, как кажется. Прежде всего многие облигации имеют относительно узкий рынок, т.е. облигации некоторых выпусков могут продавать не более чем 5—7 шт. в неделю, а многие облигации могут вообще не иметь вторичного рынка. Безусловно, есть много крупных выпусков, но даже в этом случае следует обращать большое внимание на объем торгов, особенно если инвестор ищет ценные бумаги с высокой динамикой курсов при точном исполнении его приказов брокеру. Кроме того, существует проблема нехватки информации о рынке. Если не брать в расчет казначейские облигации, облигации ведомств (федеральных) и некоторых корпораций, то текущую информацию о курсе облигаций и другие сведения о положении на рынке трудно получить сразу и в удобной форме. Наконец, в целях совершения сделок инвесторам часто приходится обращаться к брокерам и банкирам. Такое положение связано с тем, что большинство брокерских фирм стремятся ограничить свою деятельность новыми выпусками и операциями на вторичном рынке с зарегистрированными на фондовой бирже казначейскими облигациями, корпоративными облигациями и ценными бумагами правительственных агентств. В отличие от них коммерческие банки по-прежнему являются крупными торговцами муниципальными облигациями и довольно активно занимаются также государственными ценными бумагами.

За исключением муниципальных облигаций (для котировок которых обычно используются показатели доходности), все остальные облигации котируются на основе их долларовой стоимости. Такие котировки всегда понимаются как процент от номинальной стоимости. Так, котировка $97^1/_2$ означает не 97,50 долл., а то, что ***облигации данного выпуска продаются за 97,5% их номинальной стоимости.*** Если номинал облигации равен 1000 долл., тогда котировка $97^1/_2$ выражается в стоимости, равной 975 долл.; облигация номиналом 5000 долл. означает, что ее курс составляет 4875 долл. Как можно убедиться на примере рис. 9.9, существует своя система котировок для облигаций корпораций *(Corporates)* и своя система для государственных ценных бумаг *(Treasuries)*, когда казначейские облигации и ценные бумаги агентств котируются по одному принципу.

Чтобы понять систему, используемую для оценки облигаций корпораций, возьмите, к примеру, облигации корпорации "Алабама пауэр" *(Alabama Power)* (см. рис. 9.9). Группа цифр, стоящих сразу за сокращенным названием компании *(AlaP)*, определяет купонную ставку (объявленную ставку процента) по облигации и год ее погашения. Так, "$9^5/_8$08" означает, что годовой процент данной облигации составляет $9^5/_8$%, а срок ее погашения наступит в 2008 г. Следующая колонка цифр с обозначением *Cur Yld* показывает ***текущую доходность***, которую предлагает данный выпуск по отношению к его ***текущему рыночному курсу.*** (Как мы увидим позже, текущая доходность определяется делением годового процента на курс облигации, сложившийся на момент закрытия биржи.) Колонка цифр с обозначением *Vol* показывает ***количество*** облигаций, проданных за этот день. В двух последних колонках указаны курс на момент окончания торгов *(Close)* и нетто-изменения курса в течение рабочего дня *(Net Chg.)*. Обратите внимание на то, что облигации корпораций обычно котируют-

CORPORATES

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg.
AMR 9s16	10.2	5	88½	...
AbbtL 6¼93	6.9	15	90	– 1⅜
Advst 9s08	cv	25	82¼	+ ⅝
AlaP 8½s01	9.5	1	89⅝	– ⅛
AlaP 7¾s02	9.3	5	83½	...
AlaP 8⅞s03	9.8	10	90¾	– ⅜
AlaP 8¼s03	9.3	5.3	88¼	+ ¾
AlaP 9¾s04	10.0	69	97⅞	+ ⅛
AlaP 9¼07	9.9	9	93¼	...
AlaP 9½08	10.0	4	95¼	+ ½
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
AlaP 12⅝s10	12.0	35	105⅛	+ ⅛
viAlgl 10¾99f	...	618	93	– 1⅛
viAlgl 10.4s02f	...	96	67¾	– ¼
viAlgl 9s89f	...	26	92	– ½
AlldC zr92	...	134	69⅞	– 1
AlldC zr 96	...	3	50⅝	+ ¼
AlldC zr98	...	1	38¾	...
AlldC zr2000	...	17	32¾	+ ¼
AldC dc6s90	6.4	43	93½	– ⅛
AlldC zr97	...	10	43⅞	+ 1⅛
AlldC zr01	...	30	29⅞	+ 1⅛
AlldC zr07	...	5	16½	...
[illegible]	...	5	[illegible]	[illegible]
Alcoa 6s92	6.5	10	91⅝	– ⅛
AluCa 14¼92	13.8	5	103	+ ⅞
AMAX 8⅝01	10.0	105	86	+ 2
AMAX 14½94	12.6	22	115½	...
AForP 5s30	9.3	6	53⅞	+ 1¼
AForP 5s30r	9.3	18	53⅞	...
AAlrl 4¼92	5.0	5	85⅜	+ 1¾
ACeM 6¾91	cv	2	9	– 1½
AExC 14¾92	14.1	5	104⅞	+ ⅞
AmMed 9½01	cv	5	95½	– 1
AmMed 8¼08	cv	10	71¾	+ ¼
AmMed 11¾99	11.8	50	100	– 1¼
ATT 3⅞s90	4.1	38	94⅜	+ ⅜
ATT 6s00	8.1	10	74½	– ⅛
ATT 5⅛01	7.5	10	88½	+ 1
ATT 8¾00	9.4	282	93⅜	+ ⅛
ATT 7⅛03	8.8	11	80¾	+ ⅛
ATT 8.80s05	9.6	204	92	+ ⅛
ATT 8⅝s07	9.6	185	89⅞	+ ⅛
ATT 8⅝26	9.7	659	88½	+ ⅝
Amoco 6s98	7.0	20	86	...
Amoco 9.2s04	9.5	10	97¼	+ 1¼
Amoco 8⅜05	9.4	7	89¼	– ⅝
AmocoCda 7⅜13	7.4	106	99	+ 1
Ancp 13⅞02f	cv	31	100¼	– ¼
Anhr 8s96	8.8	10	90½	+ ¼
Anhr 8⅝16	9.9	10	87	...
Apch 7½12	cv	9	79	+ ½
Arlstr 9½89	9.6	3	99 5/32	– 11/32

A "flower bond"

Alabama Power

Allied Chemical (zero-coupon bond)

7% Treasury bond

Zero Coupon Treasuries

TREASURIES

Rate Maturity	Bid	Asked	Bid Chg.	Yld.
3.00 Feb 95	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
10.50 Feb 95	108.19	108.23	–.08	8.52
11.25 Feb 95p	111.27	111.31	–.08	8.53
8.37 Apr 95p	99.09	99.13	–.11	8.50
10.37 May 95	108.16	108.20	–.11	8.48
11.25 May 95p	112.07	112.11	–.10	8.54
12.62 May 95	119.19	119.25	–.11	8.31
8.87 Jul 95p	101.20	101.24	–.11	8.50
10.50 Aug 95p	109.01	109.05	–.11	8.55
8.62 Oct 95p	100.13	100.17	–.11	8.51
9.50 Nov 95p	104.24	104.28	–.11	8.49
11.50 Nov 95	114.15	114.20	–.11	8.49
9.25 Jan 96p	103.23	103.27	–.13	8.47
8.87 Feb 96p	101.24	101.28	–.12	8.50
9.37 Apr 96p	104.24	104.28	–.12	8.42
7.37 May 96p	94.02	94.06	–.13	8.50
7.25 Nov 96p	93.03	93.07	–.13	8.50
8.62 Aug 97k	100.15	100.19	–.19	8.52
8.50 May 97k	99.31	100.03	–.13	8.48
8.87 Nov 97p	102.02	102.06	–.16	8.50
8.12 Feb 98p	97.24	97.28	–.15	8.47
9.00 May 98p	103.03	103.07	–.17	8.48
9.25 Aug 98p	104.22	104.26	–.17	8.48
7.00 May 93-98	91.17	[illegible]	–.17	[illegible]
3.50 Nov 98	94.03	94.21	–.25	4.19
8.87 Nov 98p	102.17	102.21	–.17	8.48
8.87 Feb 99p	102.21	102.25	–.18	8.44
8.50 May 94-99	100.05	100.09	–.02	8.43
9.12 May 99p	104.28	104.30	–.17	8.38
7.87 Feb 95-00	95.14	95.18	–.17	8.51
8.37 Aug 95-00	98.30	99.02	–.18	8.50

STRIPPED TREASURIES

Rate Maturity	Bid	Asked	Bid Chg.	Yld.
.00 Aug 97a	50.25	51.08	–.02	8.37
.00 Nov 97a	49.24	50.07	–.02	8.37
.00 Feb 98a	48.24	49.08	–.02	8.36
.00 May 98a	47.24	48.08	–.03	8.36
.00 Aug 98a	48.25	47.09	–.02	8.36
.00 Nov 98a	45.26	46.10	–.03	8.36
.00 Feb 99a	44.28	45.12	–.02	8.36
.00 Mey 99a	43.31	44.15	–.02	8.38
.00 Aug 99a	43.01	43.18	–.03	8.36
.00 Nov 99a	42.05	42.22	–.03	8.38
.00 Feb 00a	41.09	41.26	–.03	8.36
.00 May 00a	40.15	40.31	–.02	8.36
.00 Aug 00a	39.20	40.04	–.02	8.36
.00 Nov 00a	38.26	39.10	–.02	8.36
.00 Nov 04b	27.28	28.05	–.05	8.40
.00 May 05b	26.25	27.02	–.05	[illegible]
.00 Aug 05b	26.07	26.17	–.06	8.39
.00 Feb 06b	25.11	27.17	–.05	7.90
.00 Feb 15b	12.14	12.20	–.02	8.23
.00 Aug 15b	12.00	12.07	–.02	8.20
.00 Nov 15b	11.25	12.00	–.03	8.20
.00 Feb 16b	11.17	11.24	–.03	8.20
.00 May 16b	11.11	11.17	–.04	8.18
.00 Nov 16b	10.30	11.05	–.04	8.17
.00 May 17b	10.19	10.26	–.04	8.14
.00 Aug 17b	10.14	10.20	–.04	8.12
.00 May 18b	9.31	10.05	–.04	8.07

РИС. 9.9. Котировки облигаций корпораций и государственных облигаций

В то время как облигации корпораций и государственные облигации котируются по номинальной стоимости (в %), облигации корпораций котируются по $^1/_8$ пункта, а государственные облигации котируются по $^1/_{32}$ пункта. Отметьте также, что важную роль в системе котировок играют купон и срок погашения облигаций.

(Источник: The Wall Street Journal.)

ся в 8-х долях пункта ($96^3/_8$). В отличие от них государственные облигации (казначейские и ведомственные) котируются на бирже в 32-х долях пункта. У государственных облигаций цифры, стоящие справа от точки в десятичной дроби, указывают количество 32-х долей пункта в курсе покупателя или в курсе продавца. Например, если посмотреть на курс покупателя по 7%-й казначейской облигации ("7% *Treasury bond*"), то можно заметить, что она котируется по 91,17 (курс покупателя). При переводе на обычный язык это будет означать, что облигация котируется по $91^{17}/_{32}$, или 91,53% номинальной стоимости. Таким образом, инвестор, желающий купить облигации этого выпуска с номиналом 15 000 долл., заплатит 13 729 долл. 50 центов (15 000 долл. × 0,9153).

Котировки казначейских облигаций и облигаций агентств включают не только объявленную ставку процента (например, 7% по уже упоминавшейся казначейской облигации в первой колонке), но также год и месяц срока погашения. (В данном примере срок погашения 7%-й казначейской облигации — май 1998 г.) Если в колонке *Maturity* ("Срок погашения") указано два срока, например *May 93—98* (т.е. май 1993—1998 гг. — *Прим. ред.*), то в этом случае срок погашения указывается ***второй датой***, а первая дата (1993 г.) показывает, когда данная облигация становится свободно отзываемой или погашаемой досрочно. Итак, у нашей 7%-й облигации срок погашения наступает в 1998 г., и она содержит оговорку об отложенном отзыве, которая существовала до 1993 г. В отличие от облигаций корпораций государственные облигации котируются по курсу покупателя и курсу продавца, где ***курс покупателя (Bid)*** означает, сколько дилеры по облигациям готовы заплатить за эти ценные бумаги (что означает сумму, за которую облигации можно им продать), а ***курс продавца (Asked)*** означает, за какую сумму дилеры продадут облигации (т.е. сколько покупателю придется заплатить за них). Наконец, обратите внимание на то, что графа *Yld* ("Доходность") означает *не* текущую доходность облигаций, а ***обещанную доходность к погашению*** (в %), или полную доходность, рассчитываемую с учетом прироста или убытка как текущего дохода, так и вложенного капитала на базе сложных процентов. (Более подробно это понятие будет определено позже.)

К государственным облигациям относятся и так называемые "цветочные" облигации (*Flower bond*); например, 3%-я облигация выпуска февраля 1995 г. является "цветочной" облигацией. Такие облигации легко выделяются в таблице: достаточно посмотреть в колонку *Yld* ("Доходность") и выделить облигации с ***ненормально низкой*** доходностью. Заметьте, что доходность такой облигации составляет менее 4%, в то время как у большинства других облигаций она составляет примерно $8^1/_2$%. В таблице котировки как облигаций корпораций, так и казначейских облигаций отдельно показывают облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bond*). Например, возьмите облигацию компании "Эллайд кемикл" (*Allied Chemical*) из графы корпоративных облигаций. Ряд облигаций этой компании являются облигациями с нулевым купоном. Такие облигации легко обнаруживаются; у них вместо объявленной ставки процента указано *Zr* ("Ноль"); например, обозначение *Zr* 09 у облигаций компании "Эллайд кемикл" показывает, что это ценная бумага без выплаты текущего процента, срок погашения которой 2009 г. Облигации с нулевыми купонами еще легче выделить в котировке казначейских облигаций, поскольку все

"Расщепленные" облигации — *это облигации с нулевым купоном, продаваемые Казначейством США; они образуются путем отделения купона от суммы погашения облигации и их раздельной продажи.*

они идут под рубрикой «"Расщепленные" облигации» (*Stripped Treasuries*). Обратите внимание на то, что у этих ценных бумаг нулевой купон. Казначейство США поддерживает такие ценные бумаги путем отделения купонов от номиналов облигаций выпуска и продает эти купоны отдельно от самой облигации. Таким путем *денежные потоки* от возврата капитала и проценты могут продаваться отдельно, они выглядят и действуют подобно любой другой ценной бумаге с нулевым купоном. (Посмотрите на котировку казначейских облигаций с отделенным купоном: буква *"a"*, стоящая после указанного срока погашения, означает, что выпуск состоит из притока денежных средств в виде купонов (процентов), в то время как буква *"b"* означает, что он образуется из номинала облигаций*.) Независимо от того, идет ли речь об облигациях корпораций или о казначейских "расщепленных" облигациях, курс большинства облигаций с нулевым купоном является довольно низким по сравнению с обычными купонными облигациями; это особенно характерно для ценных бумаг с более длительным сроком погашения. Поэтому котировка $13^3/_4$ для облигаций компании "Эллайд кемикл" не является опечаткой; она означает, что вы можете купить эту облигацию за 137,50 долл. (13,75% номинала), а в 2009 г. вы получите за нее 1000 долл. Аналогично этому вы можете купить казначейскую облигацию с отделенным купоном со сроком погашения в мае 2005 г. всего за 270,62 долл. ($27^2/_{32}$ номинала), а в 2005 г. получить за нее 1000 долл.

Операционные издержки

Кроме налога на передачу облигаций при смене собственника и налога с оборота, которые довольно незначительны, главные расходы при совершении операций с облигациями составляют комиссионные брокеру, выплачиваемые при покупке и продаже ценных бумаг. С установлением договорного комиссионного вознаграждения брокеру были упразднены стандартные таблицы ставок, но тем не менее мы можем указать *примерную величину* операционных расходов, связанных с куплей или продажей облигаций (табл. 9.8). Операционные расходы по небольшим сделкам могут быть довольно значительными, но по мере увеличения масштаба сделки ее относительная стоимость быстро уменьшается. Рассмотрим, например, операционные издержки на приобретение 40 облигаций корпораций:

За первые 5 облигаций:	5 × 10,00 долл. =	50,00 долл.
За следующие 20 облигаций:	20 × 7,50 долл. =	150,00 долл.
За следующие 15 облигаций:	15 × 5,00 долл. =	75,00 долл.
Совокупные комиссионные:		275,00 долл.

* Практика "расщепления" разных видов дохода по облигациям связана с активным поиском в сфере финансового конструирования, который ведут брокерские компании. Начавшись с операций компании "Саломон бразерс" с муниципальными выпусками после реформы налогообложения в 1986 г., это направление создания новых финансовых инструментов охватывает теперь облигации, опционы, акции. Популярный объект "расщепления" из облигаций — облигации с пулом закладных. Сам термин *STRIPS* является сокращением от *"Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities"* и используется на американском рынке для "расщепленных" казначейских облигаций, продающихся с нулевым купоном. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 9.8 Примерные операционные издержки: брокерское вознаграждение

ОБЛИГАЦИИ КОРПОРАЦИЙ И ФЕДЕРАЛЬНЫХ ВЕДОМСТВ	Брокерское вознаграждение
За первые 5 облигаций или 5000 долл. номинала	10 долл. за каждую облигацию или за 1000 долл. номинала
За следующие 20 облигаций или 20 000 долл. номинала	7,50 долл. за каждую облигацию или за 1000 долл. номинала
За любое количество сверх 25 облигаций или 25 000 долл. номинала	5 долл. за каждую облигацию или за 1000 долл. номинала
КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ	
За операции с номиналом 50 000 долл. или ниже	Нетто-курс покупателя или продавца* плюс 20 долл. за неполный лот (за сделку)
За операции с номиналом 50 000 долл. или выше	Нетто-курс покупателя или продавца*

* Нетто-курс покупателя или продавца отличается от публикуемых котировок курсов покупателей и продавцов на величину брокерского вознаграждения, взимаемого за совершение сделки.

Источник: Крупная брокерская фирма. (Имейте в виду, что эти комиссионные, конечно, могут меняться. Некоторые брокеры могут брать больше указанного, а другие — меньше.)

В сопоставлении с 40 000 долл., потраченными на покупку облигаций, комиссионные расходы составляют менее 1%. Таким образом, по сравнению с большинством других видов ценных бумаг операционные издержки на приобретение облигаций являются относительно низкими.

Преимущества и недостатки владения облигациями

Одним из *преимуществ* вложения средств в облигации является приобщение к высоким и конкурентоспособным нормам доходности, которые дают эти ценные бумаги даже при небольших суммах сделок и минимальном риске. Другое преимущество заключается в возможности время от времени получать существенный прирост капитала. Некоторых инвесторов привлекает также защищенность от налогов, которую имеют отдельные виды облигаций. Наиболее защищены от налогов муниципальные облигации, но существуют также необычные налоговые выгоды от обладания казначейскими облигациями и облигациями правительственных агентств.

Однако размещение капитала в облигации имеет некоторые *недостатки*. Для индивидуального инвестора одним из самых больших неудобств являются относительно высокие номиналы облигаций. Другой недостаток заключается в том, что объявленный процент обычно является фиксированным на срок действия выпуска и поэтому с течением времени не может увеличиваться в ответ на рост инфляции. Поэтому если 5% считались хорошим параметром в начале 60-х годов, то сейчас доход такого уровня снизил свою конкурентоспособность. Фактически инвесторов более всего

беспокоит инфляция. Она не только подтачивает покупательную способность основной суммы займа (номинала), но и оказывает сильное влияние на динамику процентных ставок. Как отмечалось ранее, резкие колебания процентных ставок приводят к сильному колебанию курсов облигаций, а все это в совокупности может вызвать значительные потери капитала. Кроме инфляции и процентного риска, некоторые сектора рынка облигаций подвержены в большой степени также ***событийному, или случайному, риску***. Несомненно, это стало большой проблемой на рынке корпоративных ценных бумаг, на котором волны поглощений, слияний и выкупа компаний с помощью крупных кредитов могут быстро превратить облигации инвестиционного уровня в мусор, а для инвесторов, владеющих обесценившимися облигациями, это означает лишь одно — *резкое* падение курса. Все согласятся с тем, что от слияния компаний (или их поглощения) и выкупа компаний с помощью кредитов больше всего теряют ***владельцы облигаций*** (как ни странно, те, положение которых считалось наиболее надежным). В какой-то момент ситуация настолько ухудшилась, что в июле 1989 г. агентство "Стэндард энд пур'з" ввело ***новую систему определения рейтинга***, предназначенную для оценки степени защиты инвесторов от событийного риска с помощью положений, вводимых в соглашение об эмиссии облигаций (самым высоким рейтингом, который может получить облигация по этому критерию, является рейтинг *E-1*, указывающий высшую степень защиты этой ценной бумаги от неблагоприятных для ее владельца событий). Еще одним недостатком облигаций является зачастую неактивный, вялый вторичный рынок, что ограничивает объем торгов и возможности вести биржевую игру.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

До сих пор наше обсуждение касалось облигаций с технической стороны, т.е. мы изучали, что они собой представляют и как действуют. Теперь мы переключаем наше внимание на методику оценки стоимости облигаций и стратегию операций с облигациями; здесь мы попытаемся установить, сколько фактически стоят различные облигации и как они могут быть использованы. Владельцев облигаций в основном интересуют два показателя эффективности: доходность облигаций и курс облигаций. Оцениваемые наряду с ожидаемыми рыночными процентными ставками и чисто техническими параметрами выпуска (к ним относятся, например, оговорка о долгосрочном выкупе и выкупной фонд), эти показатели дают информацию для принятия разумных решений и выработки надежных инвестиционных стратегий.

Доходность облигаций и курсы

Доходность является единственным наиболее важным критерием на рынке облигаций и служит множеству целей. Этот критерий предназначен для отслеживания состояния рынка вообще, а также для определения дохода на вложенный капитал от одного выпуска. По существу, есть три вида доходности: текущая доходность, заявленная доходность и реализованная доходность.

Текущая и заявленная доходность

Текущая доходность — *это соотношение текущего дохода, обеспечиваемого облигацией, и ее преобладающего рыночного курса.*

Текущая доходность является простейшим из всех показателей прибыли и имеет самое ограниченное применение. Данный показатель измеряет текущий доход, который обеспечивает облигация, по отношению к ее превалирующему рыночному курсу:

$$\text{Текущая доходность} = \frac{\text{Годовой процентный доход}}{\text{Текущий рыночный курс облигации}}.$$

Например, 8%-я облигация должна приносить процентный доход 80 долл. в год на каждую 1000 долл. основной суммы долга, однако если бы облигация оценивалась рынком в 800 долл., она давала бы текущую доходность 10% (80 долл. : 8000 долл. = 0,10). Текущая доходность является измерителем годового процента по облигации и как таковая должна представлять интерес для инвесторов, преследующих цель роста уровня текущего дохода.

Заявленная доходность — *это показатель доходности, учитывающий как проценты, так и курсовые изменения, рассчитанный на основе сложного процента за весь период, оставшийся до погашения облигации.*

Доходность к погашению — *это другое название заявленной доходности.*

Заявленная доходность — самый важный и наиболее широко используемый показатель оценки облигации — измеряет как процент, так и повышение курса и учитывает совокупный поток денежных средств, полученный владельцем облигации за время действия выпуска. Известный также как **доходность к погашению** (или полная доходность. — *Прим. науч. ред.*), этот показатель отражает ставку доходности, получаемую владельцем облигации, при условии постоянного начисления сложного процента за весь период до срока погашения. Заявленная доходность дает ценную информацию о преимуществах вложения в данный выпуск облигаций и используется для оценки привлекательности альтернативных инструментов инвестирования. При прочих равных условиях, чем выше заявленная доходность выпуска, тем более привлекательным он является.

Хотя существует несколько способов расчета заявленной доходности, простейшим из них является использование процедуры, впервые упомянутой в гл. 5 как *метод приблизительной доходности:*

$$\text{Заявленная доходность} = \frac{\text{Годовой процентный доход} + \dfrac{\text{1000 долл.} - \text{Текущий рыночный курс}}{\text{Годы, оставшиеся до срока погашения}}}{\dfrac{\text{1000 долл.} + \text{Текущий рыночный доход}}{2}} =$$

$$= \frac{I + \dfrac{1000\ \text{долл.} - P}{N}}{\dfrac{1000\ \text{долл.} + P}{2}}.$$

В качестве примера рассмотрим следующую гипотетическую ситуацию: предположим, есть $7^1/_2$%-я облигация с номинальной стоимостью 1000 долл., до срока ее погашения остается 18 лет, в настоящее время облигация оценивается в 825 долл. Используя эту информацию, можно определить, что приблизительная заявленная доходность этой облигации составляет:

$$\text{Заявленная доходность} = \frac{75\ \text{долл.} + \dfrac{1000\ \text{долл.} - 825\ \text{долл.}}{18}}{\dfrac{1000\ \text{долл.} + 825\ \text{долл.}}{2}} =$$

$$= \frac{75\ \text{долл.} + 9{,}72\ \text{долл.}}{912{,}5\ \text{долл.}} = \underline{\underline{9{,}28\%}}.$$

Эта формула приблизительной доходности может быть также использована для определения заявленной доходности по облигации с нулевым купоном. Единственное изменение в этом случае состоит в том, что можно пренебречь той частью уравнения, которая касается дохода по купону, поскольку он, разумеется, равен нулю. Однако значительно лучший (и более легкий) способ определения заявленной доходности от выпуска облигаций с нулевыми купонами состоит в использовании таблицы текущей стоимости. Все, что вам надо будет в этом случае сделать, — это ***разделить текущий рыночный курс облигации*** на 1000 долл.; затем найти расчетный фактор дисконтирования в таблице текущей стоимости (табл. Б.3 в приложении Б). В качестве примера возьмем выпуск облигаций с нулевыми купонами на срок 15 лет, которые можно приобрести за 160 долл. Разделив эту сумму на номинал облигации 1000 долл., мы получаем значение фактора дисконтирования (160 долл. : 1000 долл. = 0,160). Теперь в приложении Б находим табл. Б.3 (таблицу факторов дисконтирования для однократного потока денежных средств). Просмотрите в ней сверху вниз правую колонку до 15-го года, а затем вдоль этой строки ищите величину фактора дисконтирования, которая равна (или очень близка) 0,160. После того как вы найдете этот фактор, посмотрите данную колонку снизу вверх до заголовка "Ставка процента" — и вы получите значение показателя заявленной доходности выпуска облигаций (он будет равен ставке процента данного столбца. — *Прим. науч. ред.*). Используя этот метод, мы определим, что облигация в нашем примере имеет заявленную доходность 13%, поскольку именно такова ставка процента, на основе которой рассчитан фактор дисконтирования, найденный нами.

Величина заявленной доходности, как приблизительная, так и точная, основывается на понятии "текущая стоимость"; следовательно, она имеет большое значение для реинвестирования, поскольку, как говорилось в гл. 5 (см. материал, касающийся сложных процентов), величина заявленной доходности представляет собой минимальную необходимую норму доходности, которую владелец облигации должен последовательно, шаг за шагом, получать по каждому промежуточному поступлению процентов по облигации (за счет их реинвестирования. — *Прим. науч. ред.*), чтобы обеспечить норму прибыли, равную или превышающую заявленную доходность. В сущности, расчетная величина доходности к моменту погашения облигации (полной доходности) представляет собой только "обещанную" доходность инвестиций, при условии что эмитент своевременно выполняет все обязательства по процентам и погашению основной суммы долга (номинальной стоимости), а владелец облигаций реинвестирует весь текущий доход (со дня получения до погашения облигаций) по средней ставке, равной или превышающей расчетную заявленную доходность. В нашем первом примере, приведенном выше, владельцу облигаций пришлось бы реинвестировать (до момента погашения облигации) каждый из полученных в последующие 18 лет купонов по ставке около $9^1/_4$%. Если он это-

го не сделает, то полученная в результате доходность окажется меньше предполагаемых 9,28%. Фактически, если бы действительно произошло наихудшее и владелец облигаций не предпринял бы попытки реинвестировать какой-либо из купонов, то он получил бы доходность только 6% по истечении 18 лет вложения капитала. Ясно, что если это только не облигация с нулевым купоном, то значительная часть общей прибыли по облигации за период ее действия извлекается из *реинвестирования купонов.*

Реализованная доходность облигаций

Вместо того чтобы купить облигацию и владеть ею до срока погашения (как предполагалось в формуле заявленной доходности), многие инвесторы осуществляют операции с облигацией задолго до ее погашения. Этим инвесторам, очевидно, необходим критерий доходности для оценки инвестиционной привлекательности любых облигаций, с которыми они намереваются проводить операции. Если предполагаемый период инвестирования составляет год или менее, то следует использовать описанный в гл. 5 простой показатель доходности за период владения облигацией. Когда период владения значительно превышает год, как это бывает во многих случаях, **реализованная доходность** должна быть использована для сравнения ожидаемого выигрыша с выигрышами от других инструментов инвестиций. Реализованная доходность рассчитывается следующим образом:

Реализованная доходность — *это норма прибыли, полученная инвестором за период времени, меньший, чем срок действия выпуска.*

$$\text{Реализованная доходность} = \frac{\text{Годовой процентный доход} + \dfrac{\text{Ожидаемый будущий курс} - \text{Текущий рыночный курс}}{\text{Годы владения}}}{\dfrac{\text{Ожидаемый рыночный курс} + \text{Текущий рыночный курс}}{2}} =$$

$$= \frac{I + \dfrac{FP - P}{n}}{\dfrac{FP + P}{2}}.$$

Этот показатель в действительности представляет собой не что иное, как слегка измененный вариант стандартной *формулы приблизительной доходности* (той же формулы, которую мы использовали выше для расчета заявленной доходности). Фактически, если вы сопоставите этот показатель с приведенной выше формулой заявленной доходности, то увидите: все, что мы сделали, — это изменили две переменные, чтобы получить уравнение приблизительной реализованной доходности, т.е. *ожидаемый будущий курс* облигации используется вместо номинальной стоимости (1000 долл.), а продолжительность периода владения облигацией используется вместо срока до погашения облигации. *Будущий курс* облигации необходимо определять при расчете ожидаемой реализованной доходности; это делается по стандартной формуле стоимости облигации, приведенной ниже. Самый трудный этап оценки будущего курса заключается, разумеется, в вычислении будущих рыночных процентных ставок, которые, по нашему мнению, будут существовать, когда облигация будет продаваться. Основываясь на неофициальном анализе рыночных процентных ставок (согласно приведен-

ному выше описанию), *инвестор оценивает заявленную доходность, которую данный выпуск предположительно должен принести в день продажи, а затем использует эту доходность для определения будущего курса облигации.*

В качестве иллюстрации давайте еще раз рассмотрим нашу $7^1/_2$%-ю облигацию со сроком погашения 18 лет. На этот раз предположим, что мы рассчитываем владеть облигацией только 3 года и, по нашим оценкам, процентные ставки изменятся в будущем настолько, что курс облигации поднимется примерно до 950 долл. с его нынешнего уровня 825 долл. (Фактически, мы сделали это, предположив, что *через 3 года процентные ставки снизятся до 8%;* затем мы использовали стандартную формулу стоимости облигации, чтобы определить стоимость $7^1/_2$%-й облигации со сроком 15 лет, который представляет собой количество лет, оставшихся до погашения облигации со сроком погашения 18 лет по истечении 3-летнего периода владения облигацией.) Итак, мы предполагаем, что инвестор купит облигацию сегодня по рыночному курсу 825 долл. и продаст через 3 года (после того как процентные ставки снизятся примерно до 8%) по курсу 950 долл. С учетом этих предположений реализованная доходность облигации должна составить:

$$\text{Реализованная доходность} = \frac{75 \text{ долл.} + \dfrac{950 \text{ долл.} - 825 \text{ долл.}}{3}}{\dfrac{950 \text{ долл.} + 825 \text{ долл.}}{2}} = \underline{\underline{13{,}15\%}}.$$

Более чем 13%-я приблизительная реализованная доходность является довольно значительной, но учтите, что это показатель только *ожидаемой* доходности. Данный показатель, разумеется, подвержен изменениям, если дела идут не так, как предполагалось, особенно в отношении рыночных ставок процента, которые предположительно должны превалировать в конце периода владения облигацией. Есть другой, возможно более сложный, способ анализа воздействия изменчивости курса на доходность, а именно: определение *устойчивости*, или *средневзвешенного срока*, облигации. Во вставке "Проницательному инвестору" отражено, что показатель устойчивости объясняет, как рыночная доходность, курсы облигаций и реинвестированный доход позволяют получить прибыль от облигаций.

Курсы облигаций

Хотя доходность является важным показателем прибыли, иногда необходимо иметь дело с курсами облигаций. Например, как мы видели выше, определение будущего курса облигаций является существенно необходимой частью определения реализованной доходности. К тому же некоторые выпуски (например, муниципальные) регулярно котируются на основе доходности, и их приходится переводить в долларовые цены. В отличие от сравнительных показателей доходности только данные о курсах не могут быть использованы в качестве основы для принятия решений по инвестициям, поскольку *курсы на облигации не являются показателем прибыли.* Исходная модель текущей стоимости используется для расчета курса облигации. Наряду с таблицей факторов дисконтирования (см. приложение Б, табл. Б.3 и Б.4) для определения стоимости и ориентировочного курса облигации необходима следующая информация: 1) ежегодная сумма процентов на облига-

цию; 2) номинал; 3) количество лет, оставшихся до погашения облигации. Преобладающая рыночная ставка процента (или оценка будущих рыночных процентных ставок) затем используется для расчета стоимости облигации следующим образом:

Стоимость облигации = Текущая стоимость аннуитета в виде годового процентного дохода + Текущая стоимость номинала облигации =
= (I × $PVIFA$) + (PV × $PVIF$),

где I — сумма годового процента;
$PVIFA$ — фактор дисконтирования для аннуитета (приложение Б, табл. Б.4);
PV — номинал облигации (par value);
$PVIF$ — фактор дисконтирования для однократного потока денежных средств (приложение Б, табл. Б.3).

Информацию о преобладающей (или прогнозируемой) рыночной процентной ставке получает или оценивает владелец облигации, и этот показатель рассматривается как текущая или ожидаемая доходность к погашению (полная доходность). Эти данные о доходности наряду с количеством оставшихся до погашения облигации лет используются для определения *соответствующего фактора дисконтирования.* Для того чтобы проиллюстрировать формулу стоимости облигации в действии, давайте вернемся к рассмотренной выше задаче определения *реализованной доходности* и вычислим будущую стоимость (курс) облигации, использованную в этом примере. Вспомните, что мы рассматривали покупку $7^1/_2$%-й облигации со сроком 18 лет, оцененной в 925 долл. Мы полагаем, что рыночная ставка процента через 3 года упадет до 8%, поэтому курс облигации увеличится к предполагаемой дате продажи. Наша ближайшая задача состоит в определении стоимости, или расчетного курса, этой облигации через 3 года, когда останется 15 лет до погашения выпуска, а доходность составит 8%. Используя эту информацию о сроке погашения и процентной ставке, мы можем определить соответствующие факторы дисконтирования (в приложении Б, табл. Б.3 и Б.4) и рассчитать ожидаемый курс, или стоимость облигации, следующим образом:

Стоимость облигации = (75 долл. × Фактор дисконтирования аннуитета при ставке 8% на 15 лет) + (1000 долл. × Фактор дисконтирования однократного потока денежных средств при ставке 8% через 15 лет) =
= (75 долл. × 8,560) + (1000 долл. × 0,315) = 957,00 долл.

Теперь у нас есть величина стоимости, или ожидаемый курс, которая может быть использована при определении реализованной доходности. Важно помнить, что для определения стоимости, или курса, выпуска используется именно его фактическая (или ожидаемая) *доходность к погашению.*

Оценка облигации

В зависимости от задач, решаемых инвестором, стоимость облигации может определяться на основе либо ее заявленной доходности (доходности к погашению), либо ожидаемой реализованной доходности. Консервативные, ориентированные на доход инвесторы будут использовать *заявленную доходность,* или доходность к погашению, в качестве средства определения

стоимости облигаций. Текущие проценты в течение длительных периодов времени — основная цель этих инвесторов, а доходность к погашению является эффективным измерителем прибыли в подобных условиях. Более агрессивные участники операций с облигациями для определения стоимости облигаций будут использовать *ожидаемую реализованную доходность*. Прирост капитала, который может быть получен путем покупки и продажи облигаций в течение сравнительно коротких периодов владения, является главной заботой этих инвесторов, и реализованная доходность как таковая для них является более важной, чем доходность к погашению, рассчитанная на момент покупки облигаций. В любом случае заявленная полная, или ожидаемая, реализованная доходность является *мерой прибыли*, которая может быть использована для определения относительной привлекательности ценных бумаг с фиксированным доходом. Для этого соответствующий показатель доходности должен быть оценен в свете степени *риска*, связанного с данным инструментом инвестиций. Ведь облигации нисколько не отличаются от акций в том смысле, что величина ожидаемой доходности должна быть достаточной для компенсации инвестору возможного риска. Таким образом, чем выше степень предполагаемого риска, тем выше ставка доходности, которую должна принести облигация. Если облигация преодолевает это препятствие, тогда ее можно сравнивать с другими вероятными формами инвестиций. Если вам кажется трудным получить такую доходность (в смысле соотношения риска и доходности), тогда оцениваемая облигация должна быть подвергнута особенно тщательному изучению в качестве варианта инвестирования.

Инвестиционные стратегии

Обычно владельцы облигаций склонны следовать одному из трех видов инвестиционных программ. Первый подход исходит из того, что инвестор живет за счет доходов от инвестиций, т.е. консервативный, солидный, ориентированный на доход инвестор стремится обеспечить максимальный текущий доход. В противоположность ему спекулянт или биржевой брокер по операциям с облигациями имеет совсем иную инвестиционную задачу: обеспечить максимальный прирост капитала, часто в короткий промежуток времени. Этот весьма спекулятивный способ инвестиций требует значительных знаний и опыта, поскольку почти целиком основывается на оценках будущего курса и процентных ставок. Наконец, есть серьезный долгосрочный инвестор, в задачи которого входит обеспечение максимального совокупного дохода, т.е. обеспечение максимального текущего дохода и максимального прироста капитала в течение довольно длительных периодов владения облигациями.

Для достижения целей какой-либо одной из этих трех программ инвестору необходимо принять стратегию, которая будет совместима с его целями. Профессиональные финансовые менеджеры используют различные методы для размещения имеющихся в их распоряжении портфелей облигаций на многие миллионы долларов. В их число входят пассивные, полуактивные (в которых применяются тщательно разработанные методики с экзотическими названиями, например "иммунизация" и "целевые портфели"), а также активные, полностью управляемые стратегии, использующие прогнозирование процентных ставок и анализ спреда доходности облигаций. В боль-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Устойчивость облигации гораздо важнее, чем срок ее погашения

Инвесторы, которые приобрели долгосрочные облигации в начале 80-х годов, видели, как стремительно возрастала стоимость этих выпусков. Например, в 1985 г. курс самых популярных облигаций вырос на 20—25% или более. Но за всей этой шумихой и ликованием затаился злой "гном", готовящийся нанести удар, и очень немногие владельцы облигаций вообще догадывались о его существовании. Это риск реинвестирования, и он может сыграть злую шутку с портфелем ценных бумаг.

Доходность к погашению облигации — самый популярный показатель нормы прибыли облигации, который предполагает, что вы со временем можете реинвестировать периодические проценты на облигацию по ставке процента, равной доходности к погашению. Но если вы реинвестируете купонный доход под меньшую ставку или потратите его, тогда ваша реальная прибыль будет значительно ниже, чем предполагалось на основе оценки доходности к погашению облигации. Предположение, что процентные ставки должны оставаться постоянными, является одним из основных недостатков показателя доходности на момент погашения облигации.

Еще одним недостатком этого показателя является то, что он предполагает, будто эмитент осуществит все выплаты вовремя и не будет выкупать облигации до наступления срока их погашения, как это часто происходит, когда падают процентные ставки. Курсы облигаций, которые инвесторы не держат до их погашения, будут отражать преобладающие процентные ставки, вероятно, отличающиеся от доходности к погашению облигаций. Если ставки возросли со времени покупки облигации, она будет продаваться по курсу ниже номинала. Курс, очевидно, имеет большое влияние на полученный совокупный доход от вложенного капитала.

Необходим критерий, который включает как реинвестиционный риск, так и ценовой, или рыночный, риск. Этот критерий известен как устойчивость облигации. Поскольку устойчивость определяет изменчивость курса облигации, она дает вам лучшее представление о том, какова вероятность получения ожидаемой прибыли (доходность к погашению). Это, в свою очередь, поможет вам привести имеющиеся у вас облигации в соответствие с вашими ожиданиями по поводу изменения процентной ставки.

Если вы заметили, что стоимость вашего портфеля облигаций поднялась, когда процентные ставки снизились, то можете поддаться искушению в связи с нехваткой наличных денег взять часть прибыли. Действительно, продажа облигаций до их погашения — единственный способ использования в своих интересах падения процентных ставок, поскольку облигация при погашении окупит номинальную стоимость независимо от преобладающих процентных ставок. Проблема состоит в том, что, когда падают процентные ставки, уменьшаются и возможности инвестирования под высокие ставки. Поэтому еще раз подумайте, прежде чем продать облигацию, дающую доходность 13%, потому что на нее можно получить большой прирост капитала. Возможно, вам удастся реинвестировать выручку от ее продажи только под 8% или около того.

Реинвестиционный риск не распространяется только на выручку от продажи облигации. Для того чтобы получить ожидаемую доходность к погашению облигации, вам придется реинвестировать каждый платеж по купону под ту же самую процентную ставку. Когда процентные ставки падают, это не всегда можно сделать без дополнительного риска. *Результат состоит в том, что фактически полученная доходность при погашении облигации может быть значительно меньше, чем вы ожидали, когда покупали облигацию.*

В некотором смысле показатель устойчивости облигации определяет реинвестиционный и ценовой риски во многом так же, как оценка кредитоспособности определяет кредитный риск. Вы можете оценить кредитный риск (опасность не получить проценты и основную сумму), посмотрев на оценку надежности облигации. Такие агентства по установлению рейтинга ценных бумаг, как "Стэндард энд пур'з" и "Муди'з", анализируют множество качественных и количественных показателей облигации, представляют их в виде буквенно-цифровых рейтингов, которые легко сравниваются друг с другом. В значительной мере показатель устойчивости делает то же самое. Он преобразует ценовой и инвестиционный риски (вместе составляющие процентный риск) в одно число, выраженное в годах, которое может быть использовано для оценки различных облигаций.

Понятие устойчивости вряд ли является новым. Впервые оно было введено Фредериком Маколейем в 1938 г., чтобы помочь страховым компаниям привести в соответствие поступающую к ним денежную наличность и платежи. Применительно к облигациям устойчивость подтверждает, что сумма и частота уплаты процентов, доходность к погашению и срок, оставшийся до погашения, влияют на "временнóе измерение" облигации. Срок, оставшийся до погашения, важен потому, что он влияет на то, насколько поднимется или упадет курс облигации при изменении процентной ставки. Вообще, стоимость облигаций с более длительными сроками погашения колеблется больше, чем стоимость краткосрочных выпусков при изменении рыночных процентных ставок.

Однако один лишь срок погашения облигации не является достаточным критерием "временнóго измерения" облигаций. По сроку погашения можно судить, когда будет произведен окончательный платеж. Он ничего не говорит о промежуточных платежах. Сумма реинвестиционного риска также непосредственно связана с величиной купонной ставки облигации. Облигации, дающие высокие купонные ставки, имеют больший реинвестиционный риск просто потому, что в наличии крупная сумма для реинвестирования.

Любое изменение в рыночных процентных ставках приведет к тому, что ценовой и реинвестиционный риски вызовут движение облигаций в противоположных направлениях. Увеличение рыночных процентных ставок приведет к падению курса, но снизит реинвестиционный риск, облегчая реинвестирование купонных доходов по ставке доходности к погашению или под более высокий процент. Снижение рыночных процентных ставок, напротив, будет способствовать росту цен, а также повышению реинвестиционного риска. В какой-то момент времени эти две силы должны уравновесить друг друга. *Этот момент времени и есть устойчивость облигации, или ее средневзвешенный срок.*

Вообще, устойчивость облигации обладает следующими свойствами:

- Более высокие рыночные процентные ставки приводят к *уменьшению* устойчивости, или средневзвешенного срока.
- Более длительные сроки погашения облигации означают более *высокую* устойчивость.
- Более высокая доходность (к погашению) ведет к *снижению* устойчивости.

Купонный доход по облигации, ее срок погашения и доходность взаимодействуют друг с другом и дают показатель устойчивости выпуска облигаций. Знание устойчивости облигации полезно, поскольку она объединяет ценовой и реинвестиционный риски таким образом, что улавливает степень изменчивости курсов облигации. *Устойчивость и изменчивость облигации находятся в прямой зависимости,* так что, чем ниже устойчивость, тем меньше и изменчивость облигации. В сочетании с рейтингом облигации, устанавливаемым соответствующими агентствами, устойчивость дает эффективную оценку той половины соотношения "риск — доходность", которая касается риска. Рассмотрение всех трех элементов вместе дает более ясную картину состояния облигации или портфеля облигаций.

Источник: Albert J. Fredman and Cameron P. Hum, "The Waiting Game", *Personal Investor*, November 1986, pp. 54—56.

шинстве своем эти стратегии являются довольно сложными и требуют значительного компьютерного обеспечения. Неудивительно, что частный инвестор имеет совсем иные потребности и ресурсы по сравнению с крупными институциональными инвесторами. Как правило, среди частных инвесторов популярны следующие инвестиционные стратегии формирования портфелей облигаций (разумеется, они также используются институциональными инвесторами, но на более сложной, аналитической основе): стратегия длительного владения облигациями, стратегия систематической торговли облигациями, основанная на прогнозируемом изменении процентных ставок, и стратегия свопов с облигациями.

Стратегия длительного владения облигациями

Стратегия длительного владения облигациями является простейшим видом стратегии, и она вполне применима не только к облигациям. ***Метод покупки и владения ценными бумагами в течение длительного времени*** основан на выборе выпуска с желаемыми качественными характеристиками, купонными ставками, сроком погашения и условиями контракта (например, с оговоркой о досрочном выкупе), а затем владении этим выпуском в течение длительного периода времени, часто до срока погашения. Стратегия длительного владения облигациями предусматривает мало операций с облигациями; напротив, эта стратегия направлена на получение небольших прибылей и предполагает минимальную подверженность риску, часто доход лишь незначительно превышает текущие проценты. Одним из популярных методов в среде подобных инвесторов является использование так называемых **"лестниц" облигаций**, когда равная сумма вкладывается в серию облигаций с возрастающими в ступенчатом порядке сроками погашения. Вот как действует "лестница" облигаций: предположим, какое-то частное лицо хочет ограничить свои инвестиции ценными бумагами с фиксированным доходом и сроком погашения 10 или менее лет; инвестор может построить ***"лестницу"***, вложив приблизительно в равных количествах средства, скажем, в выпуски с 3-, 5-, 7- и 10-летним сроками погашения. Затем, когда подойдет срок погашения выпуска, рассчитанного на три года, деньги, полученные от него (наряду с любым новым капиталом), будут вложены в ***новый*** выпуск с 10-летним сроком погашения. Этот процесс будет продолжаться таким образом, чтобы в конечном счете у инвестора оказалась во владении вся ***"лестница"*** облигаций с 10 ступенями, т.е. разбитым на отдельные отрезки 10-летним сроком. Путем замены новыми выпусками с 10-летним сроком погашения каждые два или три года инвестор может произвести своего рода "усреднение" рыночной стоимости портфеля облигаций и тем самым уменьшить влияние резких колебаний рыночных процентных ставок. Фактически, ступенчатый метод является безопасным, простым и почти автоматическим способом вложения капитала на длительный срок. Разумеется, после того как "лестница" создана, она используется практически автоматически. Одной из главных составных частей этой или любой другой стратегии длительного владения облигациями является, разумеется, использование высококачественных инструментов инвестирования, имеющих привлекательные особенности, сроки погашения и доходность.

"Лестница" облигаций — *это стратегия инвестирования в облигации, при которой равная сумма денег вкладывается в серию облигаций с возрастающими по ступеням сроками их погашения, например равная сумма вкладывается в векселя и облигации со сроками погашения 3, 6, 9, 12 и 15 лет.*

Стратегия систематической торговли облигациями на основе прогнозируемого изменения рыночных процентных ставок

Метод использования *прогнозируемого изменения процентных ставок* сопряжен с высокой степенью риска, поскольку опирается в значительной мере на несовершенный прогноз будущих рыночных процентных ставок. Данный метод имеет целью получение привлекательных приростов капитала, когда ожидается снижение рыночных процентных ставок, и сохранение капитала, когда предполагается их повышение. Интересной особенностью этого метода является то, что бóльшая часть операций осуществляется с *ценными бумагами инвестиционного уровня*, поскольку необходима высокая степень чувствительности к изменениям рыночных ставок процента, чтобы уловить максимальную величину курсовых доходов (возникающих из колебания курсов). После того как определены ожидаемые процентные ставки, эта стратегия опирается большей частью на технические вопросы. Например, когда ожидается снижение рыночных ставок, активные инвесторы часто ищут выпуски с длинным сроком погашения и низкой купонной ставкой (или с дисконтом), поскольку это лучший и самый быстрый способ получения прироста капитала в такие периоды (разумеется, долгосрочные облигации с нулевым купоном идеальны для этих целей). Эти резкие колебания рыночной ставки процента обычно длятся недолго, поэтому биржевые брокеры по облигациям пытаются получить как можно больше в возможно более короткий период времени. Фондовые покупки в кредит (использование ссуды для покупки облигаций) также применяются в качестве способа увеличения прибылей. Когда ставки начинают выравниваться и расти, эти инвесторы изымают свои деньги из долгосрочных и дисконтных облигаций, перемещая их в высокодоходные выпуски с короткими сроками погашения. Другими словами, они "поворачивают в противоположную сторону". В периоды, когда курсы облигаций падают, инвесторы пытаются получить высокие ставки доходности и защитить свои деньги от потери капитала. Таким образом, они склонны использовать такие высокодоходные краткосрочные облигации, как казначейские векселя, депозитные сертификаты, фонды денежного рынка или даже долговые обязательства с плавающей ставкой.

Свопы с облигациями

Своп с облигациями — *это инвестиционная стратегия, в которой инвестор продает часть портфеля облигаций и одновременно взамен покупает другой выпуск.*

В **свопе с облигациями** инвестор просто ликвидирует одну позицию (выпуск) и одновременно покупает вместо нее другой.выпуск; в сущности, это не что иное, как замена одной облигации другой. Свопы могут осуществляться в целях увеличения текущей доходности, или доходности к погашению, извлечения выгод от изменений рыночных процентных ставок, повышения качества портфеля облигаций или в связи с налогами. Несмотря на то что некоторые свопы являются весьма сложными операциями, большинство из них представляют собой довольно простые сделки. Они носят разнообразные броские названия, например: "получение прибыли наличными", "своп с заменой", "налоговый своп", но все они используются для того, чтобы *найти способ улучшения портфеля облигаций.* Мы кратко рассмотрим два типа свопов с облигациями, которые достаточно просты и в значительной мере привлекательны для инвесторов: своп с замещением для повышения доходности и налоговый своп.

Своп с замещением для повышения доходности — *это замена облигации с низкой купонной ставкой сравнимой облигацией с более высокой купонной ставкой в целях обеспечения повышения текущей доходности и доходности к погашению.*

Налоговый своп — *это замена облигации, которая имеет убыток капитала, похожей ценной бумагой, чтобы снизить прирост капитала, полученный по другим ценным бумагам; конечный результат состоит о ликвидации или уменьшении обязательств по налогам с прироста капитала.*

В сделке **своп с замещением для повышения доходности** инвестор заменяет облигацию с низкой купонной ставкой сравнимой облигацией с более высокой купонной ставкой, чтобы осуществить автоматическое и мгновенное повышение текущей доходности и доходности к погашению. Например, вы осуществили бы своп с замещением для повышения доходности, если бы продали $6^1/_2$%-е облигации с рейтингом *А* и сроком до погашения 20 лет, которыми вы владеете (и которые приносили вам в данный момент 8% доходности), и заменили бы их таким же количеством 7%-х облигаций с рейтингом *А* и сроком до погашения 20 лет, которые, по оценкам, должны иметь доходность $8^1/_2$%. Осуществив этот своп, вы повысили бы текущую доходность (увеличив годовой процент с 65 до 70 долл.), а также доходность к погашению (с 8 до $8^1/_2$%). В сущности, такие возможности для свопа появляются из-за *спреда доходности облигаций*, который обычно существует между, скажем, облигациями промышленных и коммунальных компаний. Механика здесь довольно проста, и любой инвестор может осуществить такие свопы, просто наблюдая за состоянием предлагаемых для свопа облигаций или попросив своего брокера это сделать. Фактически единственное, за чем вам нужно следить, — чтобы комиссионные и затраты на сделку не поглотили все прибыли.

Другой тип свопа, популярный у многих инвесторов, — это **налоговый своп**, который также является относительно простой операцией и связан с небольшим риском. Этот способ используется в том случае, когда инвестор имеет существенные обязательства по налогам, которые возникли в результате продажи с прибылью отдельных компонентов портфеля ценных бумаг. Задача состоит в осуществлении облигационного свопа таким образом, чтобы задолженность по налоговым платежам, связанная с приростом капитала, *могла быть ликвидирована или значительно уменьшена*. Это осуществляется путем продажи выпуска, который в настоящее время дает *убыток капитала*, и замены его сопоставимой облигацией. Например, предположим, что инвестор имел облигации корпорации стоимостью 10 000 долл., которые он продал (в текущем году) за 15 000 долл., что обеспечило прирост капитала в 5000 долл. Инвестор может ликвидировать задолженность по налоговым платежам, если одновременно с приростом капитала будет иметь убыток капитала по другим операциям, поэтому он осуществит продажу ценных бумаг, имеющих убытки капитала в размере 5000 долл. Давайте предположим, что инвестор обнаруживает, что он владеет $4^3/_4$%-й муниципальной облигацией со сроком 20 лет, стоимость которой (по случайному совпадению) упала на необходимые 5000 долл. Инвестор имеет необходимую защиту от налогов в своем портфеле ценных бумаг, поэтому теперь все, что надо сделать, — это найти подходящую облигацию для свопа. Допустим, что инвестор находит похожий 5%-й муниципальный выпуск со сроком до погашения 20 лет, который в данный момент продается примерно по тому же самому курсу, что и продаваемый им выпуск. Продав $4^3/_4$%-е облигации и одновременно купив аналогичное количество 5%-х облигаций, инвестор не только увеличит свой необлагаемый налогом доход (с $4^3/_4$ до 5%), но и ликвидирует задолженность по налоговым платежам с прироста капитала. Единственное предостережение, на которое следует обратить внимание, состоит в том, что *идентичные выпуски не могут быть использованы* в таких сделках, поскольку налоговое управление будет рассматривать сделку как *фиктивную продажу* (см. гл. 4) и, следовательно, не примет в расчет

этот убыток капитала. Более того, ясно, что убыток капитала должен произойти в тот же самый год уплаты налогов, когда был получен прирост капитала. Это единственные ограничения, и они объясняют, почему данный метод так популярен у хорошо осведомленных инвесторов, особенно в конце года, когда происходит все больше операций по продаже налоговых свопов, так как инвесторы торопятся "устроить" самим себе убытки капитала.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Облигация является, по существу, долговой ценной бумагой, продаваемой по установленным правилам, которая представляет собой заем эмитента у инвестора; владелец облигации получает периодические проценты и возмещение номинальной стоимости облигации при ее погашении.
- Облигации приносят инвесторам два вида доходов: 1) большую сумму в виде текущего дохода; 2) значительные суммы в виде прироста капитала. Текущий доход, разумеется, поступает как проценты, получаемые в течение срока действия выпуска, тогда как прирост капитала может быть получен каждый раз, когда падают рыночные процентные ставки.
- В последние годы интерес инвесторов к облигациям значительно вырос, так как более высокие и гибкие процентные ставки привлекали к рынку облигаций инвесторов, ориентированных как на текущий доход, так и на прирост капитала.
- Изменение *процентных ставок* является наиважнейшим фактором на рынке облигаций, поскольку оно определяет размер не только текущего дохода, но и прироста (или убытка) капитала, который получит инвестор. К сожалению, изменения рыночных процентных ставок могут иметь драматические последствия для *совокупных годовых прибылей*, фактически полученных от облигаций. К тому же в то время как инвесторы, ориентированные на текущий доход, предпочитают высокие процентные ставки, те, кто ориентирован на прирост капитала, предпочитают, чтобы они снижались.
- Облигации могут выпускаться либо с единой датой погашения (срочная облигация), либо с сериями сроков погашения (как в серийных облигациях). Каждая облигация выпускается с тем или иным видом оговорки об отзыве — будь то облигации со свободным отзывом, не подлежащие досрочному погашению облигации или облигации с отложенным отзывом. Кроме того, облигации могут выпускаться с условиями наличия выкупного фонда, которые определяют, каким образом выпуск будет погашен в течение срока действия облигации.
- Благодаря своему более высокому статусу облигации являются относительно надежными инвестиционными инструментами и обычно рассматриваются как относительно гарантированные от невыполнения обязательств ценные бумаги. Однако существует ценовой (рыночный) риск, поскольку даже по первоклассным облигациям с высоким рейтингом курсы падают, когда рыночные процентные ставки начинают повышаться; поскольку условия действия облигации являются фиксирован-

ными на момент выпуска, изменения в рыночных условиях фактически ведут к изменению ее курса.

- По существу, рынок облигаций делится на пять сегментов: казначейские векселя, облигации правительственных агентств, муниципальные облигации, облигации корпораций и институциональные выпуски. Казначейские (или правительственные) векселя выпускаются Казначейством США и считаются практически гарантирующими выполнение обязательств. Облигации агентств выпускаются различными отделами правительства США и составляют все возрастающий по своему значению сегмент рынка облигаций. Муниципальные облигации выпускаются правительствами штатов и органами местного самоуправления в виде либо генеральных, либо доходных облигаций. (Доходы по подавляющей части муниципальных облигаций освобождаются от уплаты налога, но существует растущий рынок для облагаемых налогом муниципальных облигаций.) Облигации корпораций составляют значительный негосударственный сектор рынка и обеспечиваются активами и прибылями компаний-эмитентов.

- Качество облигаций муниципальных выпусков и выпусков корпораций регулярно оценивается независимыми рейтинговыми агентствами. Рейтинг *Aaa* ("тройное *A*") указывает на безупречную надежность облигаций; более низкие рейтинги, например *A* или *Baa,* свидетельствуют о меньшей защите инвестора. Так же как и по другим видам инвестиций, доходность, требуемая от менее качественных облигаций, обычно выше, чем доходность, требуемая от высококачественных облигаций.

- Изменение курсов облигации зависит от купонной ставки, срока погашения выпуска и изменения рыночных процентных ставок. Когда рыночные процентные ставки снижаются, курсы облигаций возрастают, и наоборот; тем не менее степень повышения или снижения курсов облигаций зависит от купонной ставки и срока погашения выпуска. Облигации с более низкими купонными ставками и/или более длительными сроками погашения сопряжены с более резкими колебаниями курсов.

- В основном существуют три вида доходности, важные для инвесторов: текущая доходность, заявленная доходность (к погашению) и реализованная доходность. Заявленная доходность (также известная как доходность к погашению) является наиболее важным и широко используемым критерием оценки облигации и охватывает как текущий доход, так и прирост капитала. Реализованная доходность, напротив, является критерием оценки, используемым наиболее активными биржевыми брокерами по операциям с облигациями, для того чтобы показать общую прибыль, которая может быть получена от операций с облигацией задолго до срока ее погашения.

- Будучи инструментом инвестиций, облигации могут быть использованы в качестве источника текущего дохода, способа получения прироста капитала благодаря спекуляции на изменении процентных ставок или способа получения привлекательных долгосрочных доходов. Для достижения этих целей инвесторы обычно применяют одну или несколько из следующих инвестиционных стратегий по облигациям: стратегию длительного владения облигациями, стратегию систематической торговли

облигациями, основанную на прогнозируемом изменении рыночных процентных ставок, и свопы с облигациями.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Укажите некоторые из основных преимуществ и недостатков инвестирования в: а) казначейские облигации; б) выпуски правительственных агентств; в) муниципальные выпуски; г) облигации корпораций; д) институциональные облигации.
2. Влияют ли характеристики выпуска (например, купонная ставка и оговорка о досрочном выкупе) на изменение доходности и курса облигаций? Объясните.
3. Используя табл. 9.1 в качестве основы для обсуждения, как бы вы описали изменение прибылей от облигаций за прошедшие 10—15 лет? Какую, по вашему мнению, следует ожидать достаточную норму доходности инвестиций в облигации? Имеют ли какое-либо значение колебания рыночных процентных ставок для доходности облигаций? Объясните.
4. Имеется 6%-я облигация со сроком погашения 15 лет и 3-летним отложенным отзывом (премия за отзыв равна 1% в год); в настоящий момент облигация оценивается на рынке в 850 долл. Какова текущая и заявленная доходность этого выпуска?
5. Существует ли какая-либо одна рыночная процентная ставка, применимая ко всем сегментам рынка облигаций; существует ли серия рыночных показателей доходности? Поясните и укажите значение такого состояния рынка для решений об инвестициях.
6. Почему реинвестирование процентов столь важно для владельцев облигаций?
7. Инвестор относится к группе налогоплательщиков, облагаемой налогом по ставке 28%. Он пытается принять решение, какую из двух облигаций приобрести: $7^1/_2$%-ю облигацию корпорации, которая продается по номиналу, или муниципальную облигацию с $5^1/_4$%-м купоном, которая также продается по номиналу? Если все прочие характеристики этих двух облигаций сопоставимы, то какую облигацию должен выбрать инвестор? Почему? Изменился бы или нет ваш ответ, если бы муниципальная облигация была выпущена правительством данного штата и при условии, что инвестор живет в населенном пункте с высокими ставками подоходного налога, установленного властями штата? Объясните.
8. Почему чувствительность к проценту столь важна для спекулянтов облигациями? Объясняет ли эта потребность в чувствительности к проценту то, что активные брокеры по операциям с облигациями склонны использовать первоклассные выпуски? Объясните.
9. Две облигации имеют номинальную стоимость 1000 долл.; одна из них — 5%-я облигация со сроком погашения 15 лет и доходностью 8%, а другая — $7^1/_2$%-я облигация со сроком погашения 20 лет и доходностью 6%. Какая из этих двух облигаций имеет более низкий курс?
10. Казначейские ценные бумаги обеспечиваются правительством США, следовательно, нет никакого риска во владении такими облигациями. Кратко обсудите верность (или неверность) этого утверждения.
11. Дайте краткое определение каждого из следующих терминов и укажите, как они могли бы быть использованы инвесторами, ориентированными на ценные бумаги с фиксированным доходом: а) облигации с нулевыми купонами; б) облигации с пулом ипотек; в) облагаемые налогом муниципальные облигации; г) "бросовые" облигации.
12. Важен ли риск невыполнения обязательств для процесса оценки и выбора облигаций? Важен ли риск события? Объясните.
13. Почему инвестора должен интересовать объем операций с конкретным выпуском?

14. Рассчитайте текущую доходность 10%-й облигации со сроком 25 лет, которая в настоящее время оценивается на рынке в 1200 долл.

15. Каковы особенности налогового обложения: 1) казначейских выпусков; 2) ведомственных облигаций; 3) муниципальных облигаций?

16. Облигация с нулевым купоном и сроком 25 лет недавно котировалась по $11^5/_8$%. Определите текущую и заявленную (полную) доходность этого выпуска при условии, что облигация имеет номинальную стоимость 1000 долл. Сколько пришлось бы заплатить инвестору за эту облигацию, если бы ее доходность оценивалась в 12%?

17. Какие три признака являются наиболее важными в определении гибкости курса выпуска? Объясните.

18. Допустим, что инвестор платит 800 долл. за долгосрочную облигацию, которая имеет купонную ставку 8%; через три года он надеется продать выпуск за 850 долл. Если его надежды сбудутся, то какую реализованную доходность получит этот инвестор? Какова будет доходность за период владения облигацией, если он сможет продать эту облигацию за 850 долл. только по прошествии шести месяцев?

19. Объясните, почему процентные ставки важны как для консервативных, так и для агрессивных владельцев облигаций. Что заставляет рыночные процентные ставки меняться и как могут частные инвесторы контролировать эти изменения?

20. Что такое налоговый своп и почему такие сделки популярны у частных инвесторов?

21. Арлин Дарлинг — активный биржевой брокер по операциям с облигациями, ей нравится спекулировать на колебаниях рыночных процентных ставок. В настоящий момент рыночные процентные ставки составляют 9%, но ожидается, что в течение года они упадут до 7%. Поэтому Арлин думает о покупке одного из следующих выпусков: *либо* облигации с нулевым купоном со сроком погашения 25 лет, *либо* $7^1/_2$%-й облигации со сроком погашения 20 лет (обе облигации имеют номинальную стоимость 1000 долл. и один и тот же рейтинг). Допустим, Арлин хочет добиться максимального прироста капитала. Какой из этих двух выпусков она должна выбрать? Если же она захочет добиться максимальной совокупной прибыли (проценты и прирост капитала) от своих инвестиций, какой выпуск она должна выбрать? Почему один выпуск дает более высокий прирост капитала, чем другой?

22. Что такое "лестница" облигаций? Дайте пример "лестницы" и укажите, как и почему она может быть использована инвестором.

23. Инвестор решает вопрос о приобретении 7%-й облигации со сроком погашения 20 лет, доходность которой в настоящий момент оценивается в 10%. Исходя из экстенсивного анализа рыночных процентных ставок, он думает, что ставки должны снизиться, так что в течение следующих двух лет рыночная доходность этого выпуска упадет до 8%. Если его ожидания верны, то какого рода реализованную доходность получит инвестор от этой облигации? Каков основной риск в этом капиталовложении?

24. Используя возможности, имеющиеся в вашем учебном заведении или публичной библиотеке, выберите *любые шесть* облигаций, которые вам нравятся, среди которых должны быть *две* казначейские облигации, *две* облигации корпораций и *два* ведомственных выпуска; затем определите самый последний показатель текущей доходности и заявленную доходность (к погашению) для каждой из них. (*Примечание:* покажите вашу работу со всеми расчетами.)

25. Возьмите экземпляр газеты "Уолл-стрит джорнэл" или финансовой газеты "Бэррон'з" за последнюю неделю. Используя одну из них в качестве источника информации, постройте *кривую доходности* на основе данных о доходности казначейских обязательств. Для этого выберите один казначейский выпуск для каждого из следующих сроков погашения: 1 год до погашения; 3 года; 5 лет; 10 лет; 15 лет и 20 лет до погашения. Используйте приведенные данные о доходности для каждой облигации, выбранной для построения кривой доходности. При этом срок до погашения облигации откладывает-

ся по горизонтальной оси графика, а доходность к погашению — по вертикальной оси. Вкратце обсудите общую форму вашей кривой доходности.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

9.1. Ленни и Люсиль Лефтсингер разрабатывают программу капиталовложений в облигации

Ленни и Люсиль Лефтсингер вместе со своими двумя сыновьями-подростками Лу и Ламаром живут в г. Дженкс, шт. Оклахома. Ленни работает продавцом электронной аппаратуры, а Люсиль — сотрудник по кадрам в местном банке; вместе они получают около 50 000 долл. в год. Ленни неожиданно узнал, что его недавно умерший богатый дядя оставил ему примерно 150 000 долл. за вычетом налогов. Ленни намерен потратить 50 000 долл. из своего наследства на решение давно назревших семейных проблем (таких, как небольшая и очень необходимая реконструкция кухни и общей комнаты, приобретение нового автомобиля "Ниссан 300*ZX*" и изготовление пластин для исправления прикуса у Ламара); он хочет вложить оставшиеся 100 000 долл. в различные типы ценных бумаг с фиксированным доходом. У Ленни и Люсиль нет завышенных потребностей, проблем со здоровьем и тому подобного. Они хотят вложить свои средства, по крайней мере, на 20 лет, чтобы добиться некоторого прироста капитала; они не намерены рассчитывать на свои инвестиции как на источник дополнительного текущего дохода.

Вопросы

1. Какой тип программы инвестиций в облигации, по вашему мнению, больше всего отвечал бы потребностям Ленни и Люсиль? Объясните.
2. Рекомендовали бы вы им использовать инвестиционную стратегию "длительного владения облигациями" или какую-либо иную стратегию? Не думаете ли вы, что им следует рассмотреть метод использования "лестницы"? Объясните.
3. Перечислите несколько различных типов выпусков, которые вы порекомендовали бы, и кратко укажите, почему вы выбрали каждый из них.
4. Каким будет их счет инвестиций через 5 лет, если им повезет и они будут стабильно получать среднюю (за вычетом налогов) доходность 10%? Каким был бы этот счет, если бы они получали доходность 10%, но регулярно снимали со счета по 10 000 долл. в год на текущие расходы?

9.2. Решения Джорджа Джока по вложению капитала в облигации

Джордж и Пенелопа Джок живут в районе Бостона, где он успешно практикует как врач-ортодонт. Супруги Джок владеют достаточно хорошим портфелем ценных бумаг и всегда вкладывали значительную часть своих средств в ценные бумаги с фиксированным доходом. Они придерживаются довольно решительной инвестиционной политики и активно стремятся к получению как привлекательного текущего дохода, так и значительного прироста капитала. Допустим, что сейчас 1990 г. и Джордж в данный момент продумывает два варианта инвестиционных решений: первый вариант предусматривает пополнение имеющегося у них портфеля ценных бумаг, второй — его обновление.

Первое инвестиционное решение супругов Джок предусматривает возможность краткосрочных операций с ценными бумагами. В частности, у Джорджа есть возможность купить $7^1/_3$%-ю облигацию со сроком погашения 25 лет, доходность которой в настоящий момент оценивается в 9% при курсе 852 долл. Он считает, что через два года заявленная доходность выпуска должна снизиться до 8%.

Вторым инвестиционным решением является своп; супруги Джок владеют несколькими 7%-ми облигациями фирмы "Бета корпорейшн" со сроком погашения в

2008 г., которые в настоящее время оцениваются в 785 долл. Они хотят увеличить как текущую доходность, так и доходность к погашению и в качестве возможного варианта для свопа рассматривают один из трех выпусков: а) $7^1/_2$%-ю облигацию фирмы "Дентал флосс, инк." со сроком погашения в 2008 г., в настоящее время оцениваемую в 780 долл.; б) $6^1/_2$%-ю облигацию фирмы "Рут кенэл продактс оф Америка" со сроком погашения в 2006 г., продаваемую за 885 долл.; в) 8%-ю облигацию фирмы "Канзас-сити дентал иншуранс" со сроком погашения в 2010 г., оцениваемую в 950 долл. Все облигации, рассматриваемые для свопа, имеют сопоставимые качество и характеристики выпуска.

Вопросы

1. Если рассматривать возможность систематической операции с облигациями, то:
   а) какой исходный принцип операций предполагается в данной ситуации?
   б) каков будет курс этой облигации через два года, если ожидания Джорджа верны?
   в) какова ожидаемая реализованная доходность этих инвестиций?
   г) следует ли осуществлять эти инвестиции, и если да, то почему?
2. Если рассматривать возможность свопа с облигациями, то:
   а) рассчитайте текущую и заявленную доходность облигации, которой в настоящее время владеют супруги Джок, и каждой из трех облигаций, предлагаемых для свопа;
   б) обеспечивает ли какая-либо из трех предложенных для свопа облигаций более высокий текущий доход и/или текущую доходность, чем облигация фирмы "Бета корпорейшн", которой супруги Джок владеют в настоящее время? И если да, то какая из них?
   в) нужно ли, по вашему мнению, Джорджу переключиться с его нынешнего портфеля облигаций на один из трех других выпусков? Если нужно, то какая из облигаций наилучшим образом подойдет для свопа? Почему?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

"If You Think There's Nothing in a Zero, You May Miss a Real Winner". *Money*, November 1988, pp. 9—10.

Markese, John. "U.S. Government Securities: Buying Direct from the Factory". *AAII Journal*, August 1988, pp. 31—34.

Markese, John. "Interest Rate Changes and Their Effect on Bond Prices". *AAII Journal*, November 1987, pp. 29—31.

Myers, David W. "The Ups and Downs of Bond Investing". *Personal Investor*, September 1987, pp. 72—75.

Schifrin, Matthew. "Zombie Bonds". *Forbes*, April 3, 1989, p. 70.

Slater, Karen. "Investors Playing the Bond Game Should Watch Out for Bad Calls". *The Wall Street Journal*, April 28, 1989, pp. C1, C19.

Sloan, Allan. "The Rape of the Bondholder". *Forbes*, January 23, 1989, pp. 67—69.

Smith, Marguerite T. "Curves That Yield the Shape of Things to Come". *Money*, December 1988, pp. 179—180.

Veale, Stuart R., and Russ Wiles. "The Basics of Bond Swaps". *Personal Investor*, May 1987, pp. 63—66.

Weberman, Ben. "Insuring Success". *Forbes*, October 17, 1988, p. 179.

Глава 10
Привилегированные акции и конвертируемые ценные бумаги

Изучив эту главу, вы сможете:

- Описать основные характеристики привилегированных акций, включая факторы, влияющие на их стоимость и уровень риска.
- Понимать права владельцев привилегированных акций, их требования к эмитенту и типичные характеристики подобных выпусков.
- Углубить уже полученные знания о методах оценки инвестиций и познакомиться с несколькими стратегиями инвестирования, которые могут использоваться по отношению к привилегированным акциям.
- Определять главные характеристики конвертируемых ценных бумаг и смысл преимуществ, которые дает свойство конвертируемости инвестору.
- Описать преимущества и недостатки инвестирования в конвертируемые ценные бумаги, включая соотношение риска и доходности этих инвестиционных инструментов.
- Определять стоимость конвертируемых ценных бумаг и объяснять, как такие ценные бумаги могут быть использованы в инвестиционных стратегиях.

Привилегированные акции и конвертируемые ценные бумаги — это выпуски, которые имеют первоочередные требования к активам компании по сравнению с обыкновенными акциями. По сути, привилегированные акции — это форма собственного капитала компании, однако наряду с конвертируемыми бумагами их рассматривают как *ценные бумаги с фиксированными доходами*, так как они приносят постоянные дивиденды. Конвертируемые бумаги, представленные, как правило, облигациями, обмениваются на обыкновенные акции того же эмитента. На самом деле инвестиционные преимущества этих ценных бумаг построены на *качествах долевых ценных бумаг*, которыми их наделяют эмитенты. Тенденции поведения их рыночного курса во многом близки к тенденциям, складывающимся по обыкновенным акциям, в которые эти ценные бумаги конвертируют. Привилегированные акции, напротив, выпускают как долевые, и их обращение продолжается именно в этом качестве. Но вместе с тем они похожи на облигации тем, что по ним выплачиваются фиксированные доходы. В действительности привилегированные акции заслужили это название благодаря *приоритетным требованиям* к прибыли эмитента, которыми их наделяют. Все дивиденды на такие акции должны выплачиваться до того, как любые платежи сделаны в адрес владельцев обыкновенных акций. Во многих отношениях и привилегированные, и конвертируемые выпуски представляют собой *гибридные ценные бумаги*, так как в них присутствуют и качество долга, и качества собственного капитала. Рассмотрим более подробно каждый из них, начав с привилегированных акций.

ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ

Привилегированные акции — *это акции, которые имеют первоочередное требование к прибыли и активам компании по сравнению с обыкновенными акциями этого же эмитента*

По **привилегированным акциям** каждый квартал выплачиваются фиксированные дивиденды, устанавливаемые либо в виде ставки в процентах от номинальной (либо объявленной*) стоимости акций, либо в виде абсолютной суммы. Существует около 1000 выпусков привилегированных акций, обращающихся на внебиржевом и организованном фондовых рынках, основная часть которых выпущена компаниями сферы коммунального хозяйства, хотя количество компаний-эмитентов, относящихся к промышленности, финансовому сектору и страхованию, быстро растет. Привилегированные выпуски можно встретить среди различных рейтинговых категорий, начиная с инвестиционного уровня рейтинга и вплоть до спекулятивного. В табл. 10.1 приведены примеры наиболее активно обращающихся привилегированных выпусков, данные о выплачиваемых по ним дивидендах, рыночном курсе и текущей доходности за 1989 г. Обратите внимание на разнообразие этих выпусков, а также на зависимость курсов от размера годовых дивидендов. Более того, заметьте, что наиболее высокую текущую доходность имеют выпуски, по которым установлены низкие категории рейтинга, т.е. более высокий риск дает более высокую доходность.

Привилегированные акции как инвестиционные инструменты

В течение многих лет на рынке привилегированных акций доминировали институциональные или корпоративные инвесторы. Однако события дра-

* Объявленная стоимость акции — это условная стоимость, заменяющая номинальную стоимость для целей бухучета и отражения операций с акциями, вышедшими в обращение без номинала. Величина объявленной стоимости устанавливается самим бухгалтером американской компании, и она не может заменить юридический смысл номинала. Данная величина не отражает объема требований владельца безноминальной акции к активам компании. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 10.1 Примеры высокодоходных привилегированных акций

Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Эмитент	Годовой дивиденд (в долл.)	Рыночный курс (в долл., май 1989 г.)	Текущая доходность (в %)
BBB+	"Американ брэндс"	2,75	27,75	9,91
AA –	"Кэпитал холдингс"	7,60	83,00	9,16
BBB+	"Чейз Манхэттен бэнк"	6,75	68,75	9,82
A+	"Ситикорп"	7,00	76,37	9,17
CCC	"Контрол дейт"	4,50	39,00	11,54
AA	"Дюпон кемикл"	3,50	39,75	8,81
AA–	"Дженерал моторс"	3,75	42,00	8,93
A–	*GTE*	2,48	26,25	9,45
B	"Галф стейтс ютилитиз"	3,85	31,62	12,17
BBB–	"Иллинойс пауэр"	3,78	33,50	11,28
BBB	"Оксидентл петролеум"	14,00	125,50	11,16
BB+	"Филадельфия электрик"	1,42	12,00	11,79
A–	"Сан-Диего гэз энд электрик"	7,80	87,50	8,91
AA	"Висконсин пауэр энд лайт"	4,50	46,87	9,60

Примечание. Все эти выпуски состоят из прямых (неконвертируемых) привилегированных акций, обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже.

матически изменились в начале 70-х годов, когда привилегированные выпуски стали чрезвычайно популярны среди индивидуальных инвесторов. Корпорации-эмитенты ответили на это разработкой более привлекательных для этой группы инвесторов характеристик, снижением номинальной стоимости новых выпусков до 10—25 долл. и увеличением годовых дивидендов. В результате инвестиционные инструменты с фиксированными доходами стали доступными для индивидуальных инвесторов, имея при этом разумный курс и привлекательные показатели текущей доходности.

Привилегированные акции рассматриваются как гибридные ценные бумаги, поскольку им свойственны одновременно качества обыкновенных акций и корпоративных облигаций. Они похожи на обыкновенные акции тем, что по ним платят дивиденды, которые иногда могут быть и не выплачены компанией, если ее прибыли падают ниже определенного уровня. Более того, привилегированные акции, как и обыкновенные, выпускают в обращение в качестве долевых ценных бумаг и по ним не устанавливают даты погашения. На облигации привилегированные акции похожи тем, что обеспечивают инвестору преимущественные требования к прибыли и активам, а уровень текущего дохода, как правило, фиксирован на весь период обращения ценной бумаги. Более того, привилегированные акции могут иметь оговорку о досрочном погашении или отзыве, а также оговорку о выкупном фонде, при этом компания может одновременно осуществить несколько выпусков акций. Однако наиболее важно то, что торги по этим ценным бумагам проходят на базе их текущей доходности, а их курс устанавливается так же, как и по ценным бумагам с фиксированными доходами. Поэтому многие инвесторы считают их конкурентоспособными по сравнению с облигациями корпораций.

Преимущества и недостатки

В привилегированных акциях инвесторов привлекает прежде всего текущий доход, который они приносят. Этот вид дивидендов считается стабильным

и хорошо прогнозируемым, хотя он не относится к категории обеспеченных источников доходов и при ряде обстоятельств дивиденды могут и не платить. Рисунок 10.1 показывает динамику текущей доходности привилегированных выпусков в сравнении с доходностью корпоративных облигаций с высоким рейтингом. Обратите внимание на то, что текущая доходность привилегированных акций все время *ниже* доходности облигаций с высоким рейтингом. Это связано с тем, что 70% всех дивидендов по привилегированным выпускам, *которые получают корпорации*, освобождены от федерального налога на прибыль корпорации. Еще одна привлекательная характеристика привилегированных акций — безопасность. Если не учитывать немногочисленные случаи, когда дивиденды не выплачивались вовремя (как, например, в случае с компанией "Консолидейтид Эдисон" в 1974 г.), то по привилегированным выпускам с *высоким рейтингом* дивиденды всегда выплачивались вовремя и в полном объеме. Наконец, еще одно преимущество этих выпусков состоит в низкой стоимости их приобретения, что позволяет даже мелким инвесторам активно участвовать в операциях с ними.

Главный недостаток привилегированных акций, конечно же, заключается в их подверженности инфляции и влиянию высоких процентных ставок. Как и другие ценные бумаги с фиксированным доходом, привилегирован-

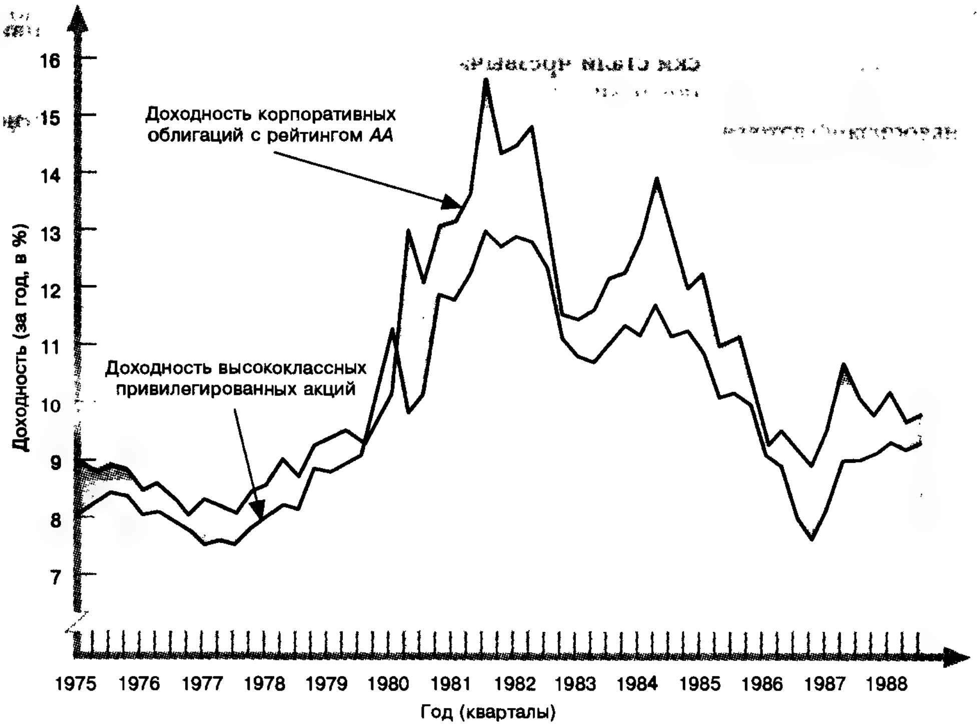


РИС. 10.1. Сравнительная динамика доходности высококлассных привилегированных акций и корпоративных облигаций с рейтингом *AA*

Отметьте, что доходность привилегированных акций изменяется в соответствии с изменениями доходности облигаций, а также что доходность этих акций все время *ниже* доходности облигаций. (*Источник*: Standard & Poor's *Trade and Securities Statistics*.)

ные акции не относят к инструментам долгосрочной защиты от инфляции. Второй недостаток — это утрата по многим выпускам привилегированных акций их потенциала прироста капитала. Хотя по этим акциям можно получать достаточно привлекательные суммы курсовых доходов, когда процентные ставки снижаются, прирост капитала по ним несопоставим по размеру с приростом капитала, который в этот же период можно получить по обыкновенным акциям. И наконец, наиболее серьезная проблема привилегированных выпусков — это *потеря доходности* по сравнению с облигациями. Практически, привилегированные акции не могут предложить инвестору того, что он не мог бы получить от облигаций, имеющих сопоставимый рейтинг, но *при этом они имеют более низкую доходность, чем облигации.*

Источники стоимости

За исключением привилегированных акций, обладающих свойством конверсии, стоимость выпусков привилегированных акций с высоким рейтингом зависит от их текущей доходности. Более конкретно эту зависимость можно выразить следующим образом: стоимость привилегированных акций тесно связана с преобладающей процентной ставкой. Поэтому, когда общий уровень процентных ставок растет, растут и ставки доходности по привилегированным акциям, а следовательно, их курсы снижаются; когда процентные ставки падают, так же ведут себя и ставки доходности привилегированных акций, и их курсы растут. Таким образом, *курс привилегированных акций находится в обратной зависимости от рыночной процентной ставки.* Более того, курс привилегированных акций прямо связан с уровнем дивидендов, и поэтому при прочих равных условиях, чем выше дивиденды, тем выше курс. Все эти связи можно представить в виде формулы

$$\text{Курс} = \frac{\text{Годовой дивидендный доход}}{\text{Преобладающая рыночная доходность}}.$$

Это уравнение есть не что иное, как простое видоизменение стандартной формулы текущей доходности акций, но в данном случае оно решается для параметра "курс выпуска" (можно также легко обнаружить сходство с рассматриваемой в гл. 8 формулой оценки дивидендов по обыкновенным акциям в случае, когда дивиденды не меняются). Формула, представленная выше, используется для оценки стоимости привилегированных акций при данной оценке рыночной ставки процента. Например, привилегированные акции с дивидендами 2,50 долл. в год будут иметь стоимость 20,83 долл. при текущей доходности 12%:

$$\text{Курс} = \frac{2{,}50 \text{ долл.}}{0{,}12} = 20{,}83 \text{ долл.}$$

Из формулы видно, что более высокие курсы будут достигнуты в случае роста дивидендов либо снижения рыночной ставки процента.

Помимо рыночной доходности стоимость привилегированных акций является функцией качественных характеристик выпуска: чем ниже инвестиционные качества данных привилегированных акций, тем выше их доходность. Такая взаимозависимость сопоставима с общим соотношением риска и доходности, которое свойственно рынку капиталов в целом. На самом деле качественные параметры привилегированных акций обычно подвергаются такому же анализу, как и параметры облигаций; подобным анали-

зом занимаются такие известные агентства, как "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з". Наконец, на стоимость привилегированных акций влияют особые свойства выпуска, которыми наделяют их эмитенты, например оговорки о досрочном погашении (отзыве) или об образовании специального выкупного фонда. Так, привилегированные акции со свободным отзывом, как правило, обеспечивают более высокие нормы доходности по сравнению с безотзывными выпусками, что связано с более высоким риском, который характерен для возможного досрочного выкупа привилегированных акций эмитентом. Однако качественные параметры и особые условия выпуска имеют незначительное влияние на курс привилегированных акций, поэтому их роль в динамике курсов несопоставима с влиянием такого фактора, как рыночные ставки процента.

Характеристики риска

Инвесторы, вкладывающие капитал в привилегированные акции, подвержены как деловому, так и процентному риску. Факторы делового риска в этом случае важны, поскольку речь идет о долевых вложениях в собственный капитал компании и одновременно об отсутствии правовых механизмов защиты интересов инвесторов, аналогичных механизмам защиты владельцев облигаций того же эмитента. Поэтому проблемы операционных затрат компании и ее финансовой устойчивости являются предметом беспокойства для инвесторов. Для оценки делового риска, свойственного выпуску привилегированных акций, могут быть использованы рейтинги агентств "Муди'з" и "Стэндард энд пур'з", которые будут рассмотрены несколько позже в данной главе; в этой оценке аналитики исходят из предположения, что выпуски с более высоким рейтингом обладают более низким деловым риском. Также важен и процентный риск, поскольку привилегированные акции относятся к группе ценных бумаг с фиксированным доходом. На самом деле влияние процентных ставок на курсы привилегированных акций, обладающих инвестиционным рейтингом, рассматривается как наиболее существенный вид риска по привилегированным акциям. Безусловно, именно этот вид риска может оказать самое разрушительное влияние на курсы привилегированных акций, если процентные ставки начинают двигаться вразрез с интересами инвесторов. Но в отличие от корпоративных облигаций для привилегированных акций не имеет существенного значения событийный риск, поскольку привилегированных выпусков, не имеющих качеств конвертируемости, не так много на рынке акций.

Трансакционные издержки

В операциях с привилегированными акциями возникают такие же затраты, как и в случае с обыкновенными акциями, т.е. комиссионные брокерам и налоги, возникающие при передаче ценных бумаг, аналогичны. Кроме того, в операциях с ними используются те же самые типы приказов или распоряжений клиентов брокерам, и они проводятся при тех же требованиях первоначального взноса. Даже котировки привилегированных акций построены по такому же принципу, что и котировки обыкновенных акций. Тем не менее информацию о привилегированных акциях легко выделить в общей финансовой прессе по символам *pf* или *pr* после названия компании-эмитента (со-

кращение *pf* используется для обозначения привилегированных акций, которые не обладают особыми первоочередными правами на активы компании, их называют ***регулярными привилегированными***, а обозначение *pr* применяют для выпусков, по которым установлено первоочередное требование к активам эмитента, их называют ***первоочередными привилегированными***; подробнее их различия будут показаны ниже).

Котировки привилегированных акций интерпретируются точно так же, как и котировки обыкновенных акций, за исключением лишь того, что коэффициент "кратное прибыли", или "курс/прибыль на акцию", по привилегированным акциям не приводится. Отметьте также, что информация по привилегированным акциям всегда дается сразу после данных по обыкновенным акциям эмитента. На рис. 10.2 можно увидеть, что у компании "Пенсильвания пи энд эл" в обращении находятся шесть выпусков привилегированных акций; на самом деле данная компания может иметь и другие выпуски в обращении, но если на день публикации котировки они не являются предметом торгов, информация о них в котировочном бюллетене не приводится. По привилегированным акциям данной компании выплачивается от 4,40 до 9,24 долл. дивидендов (отметьте, что, чем выше дивиденды, тем выше курс привилегированных акций). При данных котировках привилегированные выпуски компании дают текущую доходность от 9 до 10%. Отметим также относительно низкий курс одной акции, так как два выпуска привилегированных акций стоят менее 50 долл. за акцию, а курс остальных выпусков этой компании колеблется в пределах 80—100 долл. за акцию. Обратите внимание на символ *z* в колонке, показывающей оборот: этот символ имеет особое значение для инвесторов, серьезно увлекающихся этим видом акций, так как он отражает ***подлинное количество обращающихся привилегированных акций данного выпуска***, а не стандартный необходимый лот. Например, если в бюллетене мы видим *z10* рядом с привилегированными акциями, котирующимися по 8,60 долл., то это означает не то, что 10 лотов этих акций (или 1000 шт.) были в продаже, а то, что ***только 10 привилегированных акций*** этого выпуска изменили своих владельцев в данный день при сложившемся курсе 8,60 долл.

Характеристики выпуска

Свойство конвертируемости — *это качество привилегированных акций, позволяющее держателю обменивать их на определенное количество обыкновенных акций данного эмитента; чаще всего данное свойство встречается в выпусках облигаций корпорации.*

Привилегированные акции обладают характеристиками, которые не только выделяют их из ряда других ценных бумаг, но и позволяют отличать один выпуск привилегированных акций от другого. Например, привилегированные акции могут выпускаться или как конвертируемые, или как неконвертируемые, но основная их часть выходит в обращение как неконвертируемые выпуски. Свойство конвертируемости позволяет владельцу привилегированных акций обменять их на определенное количество обыкновенных акций данной компании. Поскольку конвертируемые привилегированные акции во многих отношениях похожи на конвертируемые облигации, мы рассмотрим детально эту особенность позже; теперь же сосредоточим внимание на ***неконвертируемых выпусках***, хотя многие их параметры применимы и к конвертируемым.

Помимо конвертируемости существуют еще и другие важные свойства привилегированных акций, о которых необходимо знать инвестору. К ним следует отнести права владельцев привилегированных акций; оговорки о ку-

	52 Weeks HI	Lo	Stock	Sym	Yld Div	%	Vol P/E	100s	HI	Lo	Net Close	Chg
	15¾	14⅛	PacAmShrs	PAI	1.54a	10.4	...	42	14⅞	14⅝	14¾	...
	49½	35⅝	PacEnt	PET	3.48	8.0	13	559	43½	42⅞	43½	+½
↑	19⅝	14	PacGE	PCG	1.40	7.1	12	5342	19⅞	19⅜	19⅝	+¼
	18½	9	PacScientif	PSX		...	...	105	12⅜	11⅞	12¼	+½
↑	40¼	27¾	PacTelesis	PAC	1.88	4.6	14	4776	40¾	39⅞	40⅝	+¾
↑	38½	33⅛	PacifiCp	PPW	2.64	6.9	11	4142	39⅞	38¼	38⅜	−⅛
	19⅞	14¾	PaineWebber	PWJ	.52	2.7	90	2083	19¼	18⅝	19	+¼
	16¾	14	PaineWebber pf		1.37	8.3	...	54	16½	16½	16½	...
	5⅛	2¼	PanAm	PN		...	...	6375	4⅝	4½	16½	−⅛
	1¼	$\frac{11}{32}$	PanAm wt			...	...	42	1⅛	1	1	...
	27⅛	20½	PanhdlEast	PEL	2.00	9.1	...	2408	21⅞	21⅝	21⅞	+¼
	12⅛	5	PannillKnit	PKC		...	37	6	11½	11½	11½	...
↑	17⅞	11½	PansophSys	PNS	.16	.9	18	198	18	17¾	17¾	...
	18½	7⅞	ParPharma	PRX	.04	.4	11	552	10¼	9⅝	10⅛	+⅜
	10¼	6	ParTech	PTC		...	47	4	7⅝	7½	7½	...
	20½	14¾	ParkElchm	PKE	.32	2.1	11	15	15⅜	15⅜	15⅜	−⅛
	6⅞	3½	ParkerDrl	PKD		.2	3	581	6⅝	6½	6⅝	+⅛
	36⅞	26¼	ParkerHan	PH	.84	3.0	13	788	28½	28	28⅜	...
	5½	**3**	**PatheComm**	**PCC**		...	...	**537**	**4⅝**	**4⅜**	**4⅝**	**+⅜**
	6	3½	PatrickPete	PPC		...	49	82	5	4⅞	4⅝	...
n	10⅛	9	PatrPremDivFd	PDF	1.20	12.5	...	456	9¾	9⅝	9⅝	...
	6	2¾	Patten	PAT	.12	4.4	4	461	2⅞	2¾	2¾	...
	25⅜	21	PennCentral	PC	.40	1.6	10	1676	25⅛	24⅞	24⅞	...
	60	43½	Penney JC	JCP	2.24	3.8	10	4546	59	58½	59	+¼
	37½	33¾	PennP&L	PPL	2.86	7.7	10	1732	37¼	36¾	37¼	+⅜
	49½	44	PennP&L pf		4.40	9.7	...	z80	45¼	45¼	45¼	−¾
	49¾	44¾	PennP&L pf		4.50	9.9	...	z20	45¼	45¼	45¼	+¼
	89	83⅝	PennP&L pf		8.60	9.8	...	z10	87½	87½	87½	+1½
	88½	81	PennP&L pr		8.40	10.1	...	z430	84	83¼	83¼	−¾
	103½	98⅜	PennP&L pf		9.24	9.2	...	z100	100¾	100¾	100¾	−1
	84½	79½	PennP&L pr		8.00	10.0	...	z100	81½	80¼	80¼	...
	130½	60⅛	Pennwalt	PSM	2.40	1.9	20	1362	128	125	125¾	−2½
	86	69¾	Pennzoil	PZL	3.00	3.6	...	327	83½	82⅞	83¼	−¼
	23⅛	17¾	PeopEngy	PGL	1.60	7.4	10	532	21¾	21⅜	21¾	+¼
↑	15⅝	10⅜	PepBoys	PBY	.11	.7	23	1144	15¾	15¼	15¾	+⅜
↑	52¾	32¾	PepsiCo	PEP	1.00	1.9	17	9468	54¼	52¼	53¾	+1⅝
	12	9½	PerkFamR	PFR	1.20e	10.5	12	157	11½	11⅛	11⅜	+⅛
	26⅝	20½	PerkElmer	PKN	.68	2.7	...	1308	25¼	25	25⅛	+⅛

РИС. 10.2. Опубликованные котировки акций, показывающие в том числе котировки привилегированных выпусков

Котировки привилегированных акций расположены среди котировок обыкновенных акций, но их легко узнать по индексам *pf* или *pr*, стоящим после названия компании. (*Источник: The Wall Street Journal.*)

мулятивных (накапливаемых) дивидендах или о дивидендах с участием; оговорки о досрочном отзыве (погашении); оговорки об образовании выкупного фонда.

Права владельцев привилегированных акций

Контракт о выпуске в обращение привилегированных акций закрепляет права владельцев. Наиболее важные из них — это право на годовой дивиденд, или требование к прибылям компании, права голоса и требования к активам компании. В контракте эмитент подтверждает, что он будет выплачивать владельцам привилегированных акций фиксированную сумму дивидендов, которая часто рассматривается как минимальная, и что эти платежи имеют первоочередной характер по сравнению с выплатой дивидендов по обыкновенным акциям. Единственное условие, устанавливаемое эмитентом, заключается в достаточности прибыли для подобных выплат, однако эмитента не обязывают законодательно признавать какие-либо обязательства по дивидендам на привилегированные акции. Конечно, компания не может пропустить выплату дивидендов на привилегированные акции и одновременно выплатить дивиденды на обыкновенные акции, так как это означало бы нарушение прав владельцев привилегированных акций и их требований к прибыли компании. И хотя большинство выпусков привилегированных акций вышли в обращение с условием фиксированных ставок дивидендов на весь период их жизни, в начале 80-х годов начали появляться выпуски с меняющейся ставкой дивидендов. Они известны теперь как **привилегированные акции с плавающей ставкой дивидендов**, и дивиденды на эти выпуски корректируются каждый квартал в соответствии с динамикой доходности по определенным выпускам казначейских ценных бумаг, при этом, как правило, устанавливаются максимальная и минимальная ставки дивидендов.

Привилегированные акции с плавающей ставкой дивидендов — *это привилегированные акции, по которым ставки дивидендов корректируются периодически в соответствии с доходностью казначейских ценных бумаг.*

Хотя владельцы привилегированных акций являются собственниками компании-эмитента, тем не менее они обычно не получают права голоса. Но если условия и результаты деятельности компании ухудшатся таким образом, что она не сможет выплатить очередные дивиденды на привилегированные акции, то их владельцам в этом случае обычно предоставляется право участия в выборах определенного числа директоров компании для защиты их интересов. В случае ликвидации компании владельцы привилегированных акций получают преимущественное право на активы. Их привилегированные требования должны быть удовлетворены в объеме номинальной либо объявленной стоимости акций и в первоочередном порядке. Конечно, это вовсе не означает, что полная номинальная или объявленная стоимость акций будет действительно возмещена их владельцам, поскольку прежде всего должны быть удовлетворены требования владельцев старших ценных бумаг компании или облигаций. Если у компании несколько выпусков привилегированных акций в обращении, то они могут различаться по принципу первоочередности, и тогда в обращении появляются **первоочередные, или преференциальные, привилегированные акции**. Эти выпуски имеют первоочередной характер требований к прибыли или прав на получение дивидендов, а также к активам компании в случае ее ликвидации. Поэтому преференциальные привилегированные акции рассматриваются как *старшие ценные бумаги*; их легко узнать в сводках финансовой информации, так как в данных о котировках рядом с названием их эмитентов стоят сим-

Преференциальные привилегированные акции — *это тип привилегированных акций, отличающийся первоочередным характером требований на получение дивидендов и к активам компании; эти акции часто называются первоочередными или старшими привилегированными акциями.*

волы *pr*, а не *pf*. (Например, если вернуться к компании "Пенсильвания пи энд эл", данные о которой показаны на рис. 10.2, то можно заметить, что у нее есть два преференциальных выпуска привилегированных акций наряду с ее регулярными выпусками привилегированных акций.)

Оговорка о накапливаемом дивиденде

Оговорка о накапливаемом (кумулятивном) дивиденде — *это параметр выпуска привилегированных акций, означающий, что все не выплаченные в срок дивиденды должны быть полностью выплачены до того, как дивиденды будут распределены между владельцами обыкновенных акций компании.*

Депонированные дивиденды — *это невыполненные обязательства по дивидендам на привилегированные акции компании.*

Оговорка о ненакапливаемом характере дивидендов — *это условие выпуска привилегированных акций, в соответствии с которым эмитент имеет возможность избежать возмещения любых не выплаченных в срок дивидендов.*

Большинство привилегированных выпусков содержит оговорку о **накапливаемом (кумулятивном) дивиденде**. Это означает, что если по данному выпуску не выплачены любые регулярные дивиденды, то они должны быть выплачены полностью до того, как прибыль будет распределена между владельцами обыкновенных акций. Таким образом, до тех пор, пока дивиденды по таким выпускам остаются **депонированными дивидендами** (это означает, что у компании осталось обязательство по выплате дивидендов на привилегированные акции), корпорация не может выплатить дивиденды владельцам обыкновенных акций. Допустим, что компания платит каждый квартал дивиденды в 1 долл. на привилегированные акции, но уже в течение трех кварталов не осуществляла выплат. В этом случае депонированные дивиденды составят 3 долл. на акцию, и их необходимо будет выплатить в следующем квартале вместе с текущими дивидендами на привилегированные акции до того, как какие-либо дивиденды будут выплачиваться владельцам обыкновенных акций. Компания может выполнить свои обязательства, выплачивая 2 долл. на привилегированную акцию в следующем квартале при наступлении даты платежа и еще 3 долл. в следующий срок выплат, т.е. эти 3 долл. возместят имеющиеся 2 долл. депонированных дивидендов и 1 долл. текущих дивидендов. Если же не выплаченные в срок дивиденды имели ненакапливаемый характер (а так бывает у некоторых выпусков), то эмитент не имел бы никаких обязательств по дивидендам, т.е. этот выпуск содержал бы **оговорку о ненакапливаемом характере дивидендов**. Конечно, может сложиться ситуация, когда и по обыкновенным акциям компания не в состоянии выплатить дивиденды, в этом случае она должна выплатить следующие текущие дивиденды на привилегированные акции. При прочих равных условиях кумулятивные привилегированные акции должны быть оценены рынком более высоко, чем выпуски, не обладающие такими оговорками, т.е. эта характеристика должна привести к росту курса и снижению доходности.

Привилегированные акции с участием

Привилегированные акции с участием — *это свойство некоторых выпусков привилегированных акций, позволяющее их владельцам получать дополнительные дивиденды, когда дивидендные выплаты по обыкновенным акциям превосходят некоторый заранее установленный уровень.*

Большинство выпусков привилегированных акций *не содержит* оговорок об участии. Но иногда их выпускают с **условием участия**, т.е. в этом случае владельцы привилегированных акций имеют право на дополнительные дивиденды, если выплаты владельцам обыкновенных акций превышают определенную границу. По такому виду привилегированных акций устанавливаются не только размер годовых дивидендов, но и максимальный размер дивиденда на обыкновенные акции, который могут получать их держатели каждый год. Как только этот максимум достигается, любые дополнительные дивиденды для владельцев обыкновенных акций делятся на определенных условиях (часто 50 на 50) с владельцами привилегированных акций с участием. Например, максимальный дивиденд на обыкновенную акцию установлен в 2 долл., а оговорка об участии предполагает одинаковое участие в до-

полнительно распределяемой прибыли. При данных условиях, если компания собирается платить еще по 1 долл. на обыкновенную акцию, ей придется выплатить также по 1 долл. дивидендов на привилегированную акцию с участием. И до тех пор, пока такая оговорка сохраняется, компания должна будет платить владельцам привилегированных акций дополнительные дивиденды, когда превышен максимальный уровень дивидендов на обыкновенную акцию. Очевидно, что, поскольку существует тенденция роста дивидендов на обыкновенные акции, оговорка об участии оказывает значительное влияние на владельцев таких привилегированных акций и при прочих равных условиях увеличивает стоимость выпуска.

Отзывные привилегированные акции

Начиная с 70-х годов резко возросла популярность выпусков привилегированных акций, содержащих условие досрочного отзыва. Сегодня значительное количество выпусков привилегированных акций выходит в обращение с этим свойством, позволяющим компании выкупить привилегированные акции для погашения. Как правило, корпоративные привилегированные акции выпускают с условием отложенного отзыва, т.е. их не выкупают у акционеров раньше, чем пройдет определенное количество лет с даты выпуска акций в обращение. После окончания периода этой отсрочки, который обычно составляет от 5 до 7 лет, привилегированные акции превращаются в свободно погашаемые. Эти выпуски начинают отзывать, когда рыночные ставки доходности по привилегированным акциям существенно снижаются, и это объясняет, почему доходность по свободно отзываемым привилегированным акциям должна быть выше, чем по привилегированным акциям, не имеющим свойств досрочно погашаемых ценных бумаг. Как и в случае с облигациями, курс, по которому эмитент отзывает (или выкупает) акции, формируется из номинальной стоимости выпуска и премии за отзыв, обычно составляющей сумму, равную годовому дивиденду.

Условие образования выкупного фонда

Еще одно свойство привилегированных акций, ставшее популярным за прошедшие 10 лет, состоит в *оговорке об образовании выкупного фонда*, в которой устанавливается порядок погашения выпуска или график его выкупа из обращения. Подобные привилегированные акции с выкупным фондом всегда имеют заранее установленные даты выкупа. Эмитенты используют это свойство для снижения затрат на финансирование (привилегированные выпуски с выкупным фондом, как правило, имеют *более низкую доходность*, чем выпуски без выкупного фонда). Типична картина, когда половина привилегированных акций с выкупным фондом погашается в течение 10 лет по 5% общего количества акций в обращении каждый год. Однако инвестор не может знать заранее, какие именно акции и когда конкретно будут выкуплены.

Оценка стоимости привилегированных акций

Анализ инвестиционных качеств привилегированных акций включает оценку вероятности получения и уровня дохода. Рассмотрим некоторые способы оп-

ределения уровня доходности — очень важного для инвесторов показателя, а также роль рейтингов агентств в процессе оценки ожидаемого курса акций.

Текущая доходность: определение уровня

Ключевым параметром оценки ожидаемого курса большинства привилегированных акций является показатель текущей доходности. Его рассчитывают по весьма простой формуле:

Текущая доходность — *это отражение ставки повседневной доходности; определяется путем деления величины годового дивиденда на курс акции.*

$$\text{Текущая доходность} = \frac{\text{Годовой дивиденд}}{\text{Курс привилегированной акции}}.$$

Текущая доходность — это отражение ставки повседневной доходности и одновременно основа для сравнения разных инвестиционных возможностей по выпускам привилегированных акций. Рассмотрим, как действует этот инструмент. Допустим, что привилегированные акции с номиналом 25 долл. и ставкой дивиденда 8% в настоящее время продаются по 20 долл., годовой дивиденд по данным акциям равен 2 долл. Поскольку по привилегированным акциям дивиденд назначается как ставка в процентах, то сумму годового дивиденда определяют умножением ставки на номинал (0,08 x 25 долл.). Текущая доходность в данном примере равна:

$$\text{Текущая доходность} = \frac{2\ \text{долл.}}{20\ \text{долл.}} = \underline{\underline{10\%}}.$$

Эти 10% представляют собой ожидаемую доходность конкретного выпуска акций. В реальной жизни инвестору следовало бы рассчитывать текущую доходность для каждого выпуска привилегированных акций, которые он рассматривает как вероятные объекты инвестиций, а затем принимать решение, оценивая ставки доходности разных выпусков с учетом их риска.

Как мы видели раньше, курсы привилегированных акций определяются на основе формулы расчета текущей доходности (т.е. Курс = Годовой дивиденд/Текущая доходность). С точки зрения долгосрочных инвестиционных целей инвесторы рассматривают текущую доходность как ключевой фактор принятия решений. Напротив, инвесторы, которые руководствуются краткосрочными интересами, обычно концентрируют свое внимание на предполагаемом движении курсов и ожидаемой доходности от операций куплипродажи привилегированных акций в течение небольшого периода времени. Таким образом, ожидаемый курс этих выпусков важен для краткосрочных инвесторов. Его определяют прежде всего на основе прогноза будущих процентных рыночных ставок, а затем используют эту информацию для определения курса. Допустим, по привилегированным акциям платят 3 долл. дивидендов, и их ожидаемая доходность будет снижаться в течение двух следующих лет на 6%. Если действительно так будут складываться рыночные ставки доходности, то через два года курс данного выпуска будет равен 50 долл. (Годовой дивиденд/Текущая доходность = 3 долл. : 0,06 = 50 долл.). Этот прогнозный курс наряду со сложившимся реальным текущим курсом и уровнем годового дивиденда будет затем использован для расчета ожидаемой полной доходности выпуска.

Продолжим пример. Если данные привилегированные акции имеют текущий курс 28 долл., то ожидаемая реализованная (полная) доходность за двухлетний период будет очень привлекательной — 35,9%.

$$\text{Реализованная полная доходность} = \frac{\text{Годовой дивиденд} + \dfrac{\text{Ожидаемый курс продажи} - \text{Текущий рыночный курс}}{\text{Продолжительность периода владения}}}{\dfrac{\text{Ожидаемый курс продажи} + \text{Текущий рыночный курс}}{2}} =$$

$$= \frac{3\text{ долл.} + \dfrac{50\text{ долл.} - 28\text{ долл.}}{2}}{\dfrac{50\text{ долл.} + 28\text{ долл.}}{2}} = \frac{3\text{ долл.} + 11\text{ долл.}}{39\text{ долл.}} = \underline{\underline{35{,}9\%}}.$$

Такая информация используется для анализа относительной привлекательности привилегированных акций. В целом, чем выше ожидаемая реализованная доходность, тем более привлекательны инвестиции. Как отмечается во вставке "Проницательному инвестору", хотя показатель доходности в той или иной форме может быть важен для привилегированных акций, появление новой разновидности акций, которые относят к новой категории "оплачиваемые теми же видами ценных бумаг", или *"привилегированные PIK"**, вносит новое значение в понятие показателей доходности. В основном эти привилегированные акции аналогичны спекулятивным "бросовым" облигациям и так или иначе связаны с большой долей неопределенности в выплате дивидендов в виде акций.

Балансовая стоимость

Балансовая стоимость — *это показатель объема активов, оставшихся после покрытия всех обязательств компании, обеспечивающих каждую привилегированную акцию, находящуюся в обращении; он равен разности совокупных активов и совокупных обязательств и называется также "чистая стоимость активов".*

Балансовая стоимость (или **чистая стоимость активов**) привилегированных акций — это показатель объема активов, оставшихся после "покрытия" всех обязательств и обеспечивающих каждую выпущенную привилегированную акцию, находящуюся в обращении. Балансовая стоимость акции определяется путем вычитания всех обязательств компании из суммы ее активов и деления полученной разности на количество привилегированных акций в обращении. Она отражает качественные характеристики выпуска акций, так как измеряет *требования владельцев акций к активам компании.* Очевидно, что привилегированная акция с балансовой стоимостью в 150 долл. имеет высокое обеспечение и свободно "покрывает" номинал акции, который, к примеру, равен 25 долл. Чистая стоимость активов всегда рассматривается по отношению к суммарному номиналу или к сумме объявленной стоимости выпуска привилегированных акций; при прочих равных условиях *качество выпуска растет по мере роста пропорции, в которой балансовая стоимость акции превышает ее номинал, или объявленную стоимость.*

Коэффициент "покрытия" постоянных выплат

Коэффициент "покрытия" постоянных выплат — *это показатель качества обеспечения компанией дивидендов на привилегированные акции.*

Коэффициент "покрытия" постоянных выплат — это показатель качества обеспечения компанией выплаты дивидендов на ее привилегированные ак-

* Ценные бумаги, называемые "оплачиваемые теми же видами ценных бумаг" (*payment in kind securities*, или *PIK preferred*), — это корпоративные облигации или привилегированные акции, доходы по которым выплачиваются исключительно в форме тех же видов ценных бумаг. Так, по привилегированным акциям дивиденды платят только новыми привилегированными акциями. Эти специфические бумаги были впервые выпущены в 80-е годы для массовых операций слияния и поглощения компаний и использовались вместо наличных денег. *(Прим. науч. ред.)*

ции. Этот показатель сфокусирован на способности компании обслуживать платежи по привилегированным акциям и относится к ***требованиям акционеров к прибыли компании.*** Поэтому коэффициент "покрытия" постоянных выплат является важным элементом в анализе качественных характеристик выпусков привилегированных акций. Этот коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$\text{Коэффициент "покрытия" постоянных выплат} = \frac{\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}}{\text{Затраты на выплату процентов} + \dfrac{\text{Дивиденды на привилегированные акции}}{0,66}}.$$

Дивиденды на привилегированные акции в этой формуле скорректированы на фактор 0,66, который эквивалентен умножению дивидендов на 1,5, так как необходимо принять во внимание максимальную ставку налога на прибыль корпорации в 34% и привести этот элемент формулы к той же базе, что и другой ее компонент — проценты. (Напомним, что затраты на выплату процентов уменьшают налогооблагаемую прибыль, а дивиденды на привилегированные акции выплачиваются из чистой прибыли после вычета налогов.) Как правило, чем выше коэффициент "покрытия" постоянных выплат, тем более защищены доходы владельцев привилегированных акций. Коэффициент, равный 1, означает, что компания создает как раз столько прибыли, сколько необходимо для выплаты дивидендов на привилегированные акции, однако очевидно, что эта ситуация далеко не лучшая. Коэффициент "покрытия", равный 0,5, означает, что потенциально возможны серьезные проблемы при выплате дивидендов на привилегированные акции, тогда как "покрытие", равное, скажем, 5, означало бы, что данные привилегированные акции с точки зрения дивидендных выплат совершенно безопасны.

Рейтинги аналитических агентств

Агентство "Стэндард энд пур'з" уже давно оценивает инвестиционные качества привилегированных акций; начиная с 1973 г. подобный анализ проводит агентство "Муди'з". "Стэндард энд пур'з" использует для этих целей практически такую же систему, как и для рейтинга облигаций. "Муди'з" применяет несколько иной вариант. Рисунок 10.3 показывает систему "Муди'з" и причину присвоения соответствующих рейтингов конкретным выпускам. Оба названных агентства присваивают рейтинги в значительной мере на основе оценок относительного риска получения дивидендов. Чем выше вероятность того, что эмитент будет способен обслуживать все платежи по привилегированным акциям в срок и в полном объеме, тем выше рейтинг. Как и в случае с корпоративными облигациями, первые четыре категории применяются для определения выпусков ***инвестиционного уровня***, т.е. для привилегированных акций, имеющих самое высокое качество. Хотя по выпускам привилегированных акций агентства применяют полный спектр категорий рейтинга, тем не менее большинство выпусков получают оценки среднего уровня (*a* и *baa*) или ниже. Обобщая, можно сделать вывод о том, что присвоение высокого рейтинга снижает ставки доходности, которые устанавливаются участниками рынка по этим выпускам и увеличивают их

чувствительность к колебаниям процентных ставок. Деятельность рейтинговых агентств важна для серьезных инвесторов, склонных к долгосрочным инвестициям, а также для тех, кто приобретает привилегированные акции для краткосрочных операций. Такие рейтинговые оценки не только устраняют необходимость фундаментального анализа привилегированных выпусков для инвесторов, но также выявляют ставки доходности и вероятные тенденции курсов этих акций.

Инвестиционные стратегии

Существует несколько стратегий инвестиций в привилегированные акции. Каждая из них полезна для достижения определенных целей, и каждая стратегия приносит разные ставки доходности и риски.

Использование привилегированных акций для получения привлекательных доходов

Эта стратегия, вероятно, самая популярная и идеально подходит для серьезных инвесторов. Ее цель состоит в получении высокого текущего дохода, и обычно инвесторы в этом случае ищут привилегированные выпуски с наиболее привлекательными ставками доходности. Конечно, необходимо учитывать еще и такие характеристики выпусков, как качество или надежность, накопительный характер дивидендов или оговорка об участии в прибылях, а также оговорка о досрочном погашении привилегированных акций. Эта стратегия стала особенно популярной после принятия Конгрессом в 1986 г. Закона о налоговой реформе, когда существенно были снижены налоговые ставки. *Причина заключалась в том, что инвесторы получили больше выигрыша от таких ценных бумаг с фиксированными доходами, как привилегированные акции, когда ставки налогов были снижены.*

В этой стратегии важны такие параметры, как определенность величины получаемого дохода или низкий риск, поскольку ставки доходности становятся подлинным стимулом, только если дивиденды действительно выплачиваются. Существует группа инвесторов, которые никогда не приобретают ничего, кроме привилегированных выпусков, имеющих высокие характеристики надежности. Хотя есть и такие, кто может пожертвовать надежностью во имя высокой доходности в периоды, когда экономика устойчива, и, напротив, использовать более надежные выпуски, когда макроэкономическая среда нестабильна. Но если инвестор выбирает выпуски, имеющие рейтинг ниже, чем первые четыре категории, он должен осознавать спекулятивную природу таких акций и вытекающие из этого последствия. Это особенно важно именно в случае привилегированных выпусков, так как право на дивиденды по ним обладает более слабой юридической защитой (по сравнению с подлинными долговыми ценными бумагами и процентами на них. — *Прим. науч. ред.*). Инвесторам полезно помнить, что данная стратегия инвестиций, как правило, приводит к определенным потерям доходности по сравнению с тем, что можно было бы получить по корпоративным облигациям с аналогичным рейтингом. Привилегированные акции всегда имеют более низкие ставки доходности, чем облигации корпораций, даже если они менее надежны и могут быть подвержены более высокому риску.

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Привилегированные акции, оплачиваемые теми же видами ценных бумаг

Инвестор, который ищет высокой доходности, может встретиться с незнакомым видом ценных бумаг. Например, план поглощения компании "Ар-джи-ар Набиско" корпорацией "Колберг Крэвис Робертс энд компани" *(KKR)* включает выпуск в обращение специального вида привилегированных акций на сумму 4,1 млрд. долл., по которым обещаны дивиденды по ставке $16^5/_8$%. Такие ставки доходности никогда не возникают без высокого риска, однако ценные бумаги *KKR* составляют исключение. Эти ценные бумаги называют ***ценными бумагами, оплачиваемыми теми же видами ценных бумаг***, или (среди профессионалов Уолл-стрита) ***привилегированными акциями PIK***.

Как следует из названия, по данным привилегированным акциям ***дивиденды обычно не платят наличными***. Вместо этого инвесторы получают все большее количество привилегированных акций, по которым вновь дивиденды выплачиваются привилегированными акциями. Это финансирование на основе "печатного станка" продолжается в течение 5—6 лет, по истечении которых по большинству подобных выпусков наконец начинают платить дивиденды наличными либо предоставляют инвестору право обмена их на другие традиционные ценные бумаги.

Впервые привилегированные акции *PIK* появились в обращении в 1986 г. До сих пор их приобретали главным образом спекулятивные инвестиционные фонды и портфельные менеджеры, ориентированные на спекуляции. Но индивидуальные инвесторы также получают от своих брокеров информацию о крупных публичных выпусках подобного рода. Господин Р.Минелла, один из директоров коммерческого банка корпорации "Меррилл Линч", предсказывает, что "такие выпуски привлекут на спекулятивный сегмент фондового рынка инвесторов, которые никогда прежде не приобретали рискованных ценных бумаг".

Для привлечения инвесторов в выпуски привилегированных акций типа *PIK* закладываются высокие ставки дивидендов, которые составляют от 12 до 18%. Но и таких высоких ставок часто бывает недостаточно для преодоления опасений инвесторов по поводу возможности поглощений компаний, которые и финансируют такие выпуски, из-за высокой доли заемных средств. Если эмитент окажется в неблагоприятном финансовом положении, то владельцы привилегированных акций так и останутся с обесцененными акциями и никогда не увидят дивидендов наличными. В результате информация об операциях с подобными привилегированными акциями часто выглядит как миниатюрная версия "черного понедельника".

Спекуляции на колебаниях процентных ставок

Вместо того чтобы исходить из предположения о надежной покупке и владении привилегированными акциями, инвесторы, которые ведут операции, ориентируясь на процентные ставки, занимают агрессивную, спекулятивную позицию. Такую стратегию выбирают из-за одной, достаточно важной, цели — ***прироста капитала***. Конечно, при таком подходе можно получить высокие ставки доходности, но он несвободен от бремени высокого риска. Так как привилегированные акции относятся к группе ценных бумаг с фиксированными доходами, рыночные тенденции курсов выпусков, имеющих инвестиционные категории рейтинга, прочно привязаны к движению процентных ставок. Если рыночные процентные ставки понизятся, то инвесто-

Выпуск привилегированных акций для финансирования поглощения "Ар-джи-ар" будет приостанавливать рост подобных выпусков привилегированных акций у других компаний. По этим запланированным выпускам предполагают платить либо дивиденды наличными, либо дивиденды акциями в течение первых шести лет после их выпуска в обращение. (Скорее всего, будут выплачены дивиденды акциями для сохранения наличных средств компании.) На первые два года ставка дивидендов будет установлена на 5,5 процентного пункта выше, чем ставка доходности по казначейским ценным бумагам, оставаясь в рамках коридора $12^5/_8$ — $16^5/_8$%. А затем инвестиционные банки пересмотрят ставку дивидендов по данным выпускам так, чтобы их курсы, по которым ведутся операции, складывались на уровне номинала. "Мы считаем, что эти ценные бумаги чрезвычайно перспективны", — говорит Роберт Лавджой, сотрудник инвестиционного банка группы "Лазард фрэрз", который является консультантом "Ар-джи-ар Набиско". Если публичное размещение пройдет хорошо, тогда, по мнению этого банкира, привилегированные акции типа *PIK* станут более понятными и привлекательными для инвесторов.

Но далеко не все специалисты настроены так оптимистично. Инвесторы, специализирующиеся на акциях компаний, участвующих в поглощениях и арбитражных операциях, у которых имеются крупные пакеты акций "Ар-джи-ар", считают, что привилегированные акции *PIK* могут потерять до 25—40% стоимости после начала торгов. Стоимость привилегированных выпусков подвергнется проверке очень быстро. Корпорация *KKR* согласилась платить по 109 долл. акционерам "Ар-джи-ар" при выкупе у них 74% стоимости акций, а остальные суммы оплатить в виде акций *PIK* или необеспеченных облигаций.

Если лихорадочная продажа акций "Ар-джи-ар" приведет к появлению большой скидки с их курса, то возникнет ситуация, в которой инвесторы предпочтут отказаться от продажи акций. «Я бы оценил их по 89 центов за каждый доллар, — говорит менеджер спекулятивного портфеля из инвестиционной компании Лос-Анджелеса. — Финансовое прогнозирование приводит к выводу о том, что компания "Ар-джи-ар" останется устойчивой, несмотря на высокий долг». Да, если "Ар-джи-ар" и окажется в неблагополучном положении, все равно владельцы привилегированных акций типа *PIK* практически ничего не смогут сделать. В отличие от держателей ценных бумаг с приоритетными требованиями к активам эмитента они не имеют возможности вовлечь компанию в процедуру признания ее банкротом или предъявить какие-либо требования к ее активам. Их единственное право состоит в том, что, если эмитент ("Ар-джи-ар") не выплатит на привилегированные акции дивиденды в течение *6 кварталов*, они смогут выбрать двух представителей в совет директоров компании.

Источник: Подготовлено по статье: George Anders. "Picking a Peck of PIK-Preferred Can Be Precarions". *The Wall Street Journal*, December 9, 1988, p. C1.

ры получат привлекательные приросты капиталов (курсовые доходы) на операциях с привилегированными акциями. Именно это и произошло в середине 80-х годов, когда рыночные ставки резко упали: в течение этого периода можно было часто встретить выпуски привилегированных акций, по которым *годовые ставки* доходности сложились на уровне 20—30% или выше! В настоящее время очевидно, что стратегии спекуляций на рыночных процентных ставках с привилегированными акциями аналогичны тем, что используют инвесторы, ведущие операции с корпоративными облигациями. Действительно, многие принципы, применимые к выпускам облигаций, в равной мере используются и по отношению к привилегированным акциям. Например, лучше выбирать привилегированные акции с высоким рейтингом, так как чувствительность их курсов к движению процентных рыноч-

Рейтинг	Определение
aaa	Выпуск "высшего качества", активы которого хорошо защищены, а риск невыплаты дивидендов низок.
aa	"Высококлассные" выпуски, гарантирующие, что доходы будут хорошо защищены в ближайшем будущем.
a	"Высшая граница среднего уровня". Риск выше, чем у выпусков с рейтингом *aa* и *aaa*, но дивиденды обычно считаются достаточно защищенными.
baa	"Низшая граница среднего уровня". Доходы защищены в данный момент, но в будущем риск снижения доходов может увеличиться.
ba	"Спекулятивный" выпуск. Размер будущих доходов может изменяться и вообще не гарантирован. Этим выпускам присуща неопределенность по всем позициям.
b	Обычно не имеют достаточного числа инвестиционных качеств; этот выпуск может иметь низкие гарантии выплаты будущих дивидендов.
caa—c	Эти выпуски, скорее всего, уже имеют задолженность по выплате дивидендов. Вероятность выплаты дивидендов в полном объеме очень мала.

Примечание. Рейтинги привилегированных акций и облигаций не могут сравниваться, так как они не эквивалентны; акции занимают младшую позицию относительно облигаций.

РИС. 10.3. Рейтинг привилегированных акций агентства "Муди'з"

Этот рейтинг показывает качества выпуска и в основном базируется на оценке способности фирм выплачивать дивиденды по привилегированным акциям в срок и в полном объеме. (*Источник:* Moody's Investor's Service, Inc.)

ных ставок представляет собой существенный компонент всей конструкции. Более того, в случае с привилегированными акциями часто используется торговля на основе первоначального взноса, что позволяет резко повысить краткосрочные ставки доходности, рассчитанные за период владения. Существенное же различие заключается в том, что высокие ставки доходности на собственные вложения, которые достижимы в операциях с облигациями, нельзя получить от привилегированных акций, так как по ним установлены такие же требования первоначального взноса, что и по обыкновенным акциям. Выбор инвестиционного инструмента в случае привилегированных выпусков достаточно упрощен по сравнению с облигациями, так как ни срок до погашения, ни ставка дивиденда не имеют непосредственного влияния на размахи колебаний и устойчивость курсов привилегированных акций. Например, привилегированные акции с дивидендом 2 долл. на акцию будут подвержены тем же колебаниям курсов (в процентном выражении), что и выпуски с дивидендом 8 долл., при данных изменениях рыночных ставок процента.

Спекуляции на изменении уровня надежности выпуска

Данная инвестиционная стратегия может быть весьма прибыльной, но ее можно использовать не слишком часто. Принцип состоит в том, чтобы най-

ти выпуск привилегированных акций, по которым не платили дивиденды, поэтому их депонировали, а рейтинг в связи с этим снизился. Курс таких выпусков, безусловно, упадет, что станет отражением финансовых проблем эмитента. Однако эта стратегия не сводится лишь к поиску привилегированных выпусков со спекулятивным рейтингом. Трудность задачи инвестора состоит в том, чтобы обнаружить выпуски, чьи перспективы по той или иной причине связаны с существенными *изменениями* рейтинга. Для этого необходимо провести серьезный фундаментальный анализ эмитента, а также суметь предсказать изменения рейтинга раньше, чем они станут очевидны для других. Тактика инвестора в этих случаях высокорискованна и во многих аспектах похожа на инвестиции в обыкновенные акции. В действительности инвестор исходит из предположения о том, что компания вскоре столкнется с изменением рейтинга ее привилегированных акций, а затем вновь будет способна обслуживать текущие выплаты по ним. К сожалению, хотя вознаграждение за данную работу инвестора может быть существенным, оно все же ограниченно. К примеру, если подобный эмитент — кандидат на изменение рейтинга рассматривается инвестором как перемещающийся в категорию *a*, то можно предвидеть, что потенциальный прирост капитала будет ограничен тем уровнем курсов, который сложился по привилегированным акциям инвестиционного уровня других эмитентов, имеющих тот же рейтинг *a*. Это ограничивающее условие проиллюстрировано на рис. 10.4. Как видно из рисунка, хотя динамика курсов может быть ограниченна, она все-таки имеет высокий потенциал прироста капитала и поэтому доходность за период владения может достичь 100% и более. Однако, учитывая высокий риск, вряд ли можно считать такие ставки доходности чем-то из ряда вон выходящим.

Инвестиции в конвертируемые привилегированные акции и в акции с участием

Инвесторы, применяющие данную стратегию, используют определенные характеристики привилегированных акций, в которых скрыты спекулятивные возможности и шансы на получение привлекательных доходов. Использование в этом случае конвертируемых акций построено на эффекте взаимосвязи с обыкновенными акциями компании и убеждении инвестора в том, что именно это превращение в обыкновенные акции принесет значительный прирост капитала. Конвертируемые акции будут рассмотрены подробно позже; сейчас же достаточно отметить, что по мере роста стоимости обыкновенных акций, лежащих в основе таких выпусков, курс привилегированных конвертируемых акций также растет. Такая стратегия сопровождается хорошими ставками доходности, но необходимо помнить, что инвесторы, которые ее применяют, играют, по существу, на качественных параметрах обыкновенных акций компании, и, значит, именно собственный капитал компании должен быть прежде всего подвергнут анализу. Инвестор ищет такие ситуации, когда возникает значительный потенциал роста стоимости обыкновенных акций компании, и затем, вместо того чтобы приобретать обыкновенные акции как таковые, покупает конвертируемые привилегированные акции этого же эмитента.

Привилегированные акции с участием встречаются относительно редко, но использование подобных выпусков обещает инвестору приличные дохо-

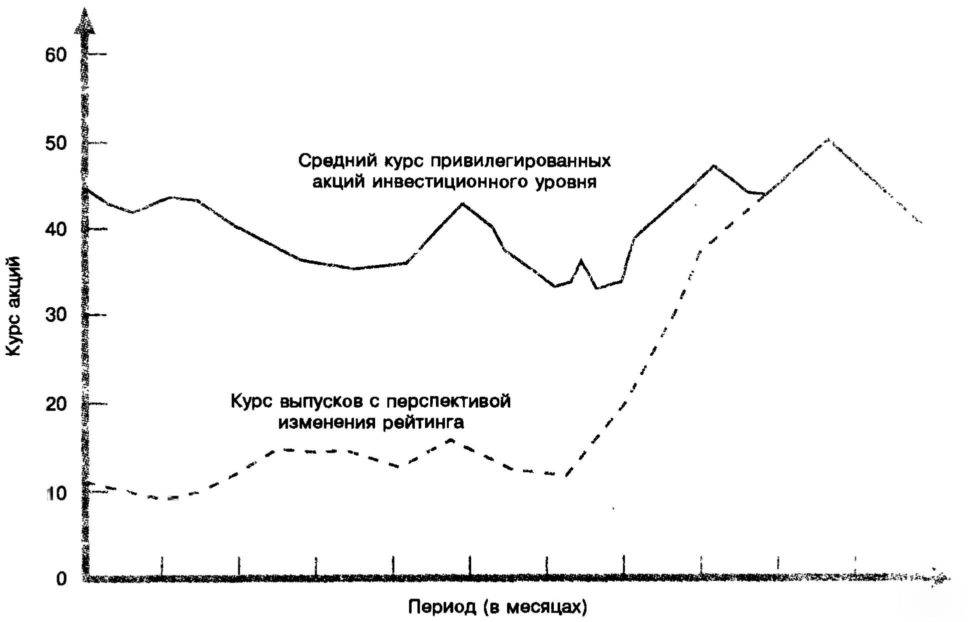


РИС. 10.4. Сравнительная динамика курсов привилегированных акций гипотетической компании и средних изменений курсов акций инвестиционного уровня

Курс привилегированных акций, рейтинг которых в перспективе может существенно измениться, стремится достичь курса других привилегированных акций сопоставимого качества, который является предельным курсом, ограничивающим потенциальный прирост капитала.

ды в той мере, в какой компания-эмитент добивается роста прибылей и поэтому имеет возможность объявить участие владельцев таких привилегированных акций в дополнительном распределении дивидендов. Принцип, на котором построена стратегия, действует примерно следующим образом: если инвестор уверен, что перспективы компании таковы, что она действительно будет получать растущие прибыли и принимать решения о распределении дополнительных сумм прибыли на дивиденды, покупка привилегированных акций с участием целесообразна. Конечно, инвестор захочет убедиться в том, что рынок еще не успел отреагировать на эту ситуацию снижением ставок доходности по данному выпуску (за счет роста курса этих акций. — *Прим. науч. ред.*). Для этого надо проверить, не стали ли сложившиеся ставки доходности данного выпуска ниже ставок доходности сопоставимых выпусков привилегированных акций. И если этого не произошло, тогда "участие в дополнительных прибылях" как характеристика подобных выпусков, скорее всего, приведет к росту курсов рассматриваемых привилегированных акций. Например, по привилегированным акциям дивиденд составляет 4 долл., а доходность — 6%. Такой выпуск будет продаваться по курсу примерно 67 долл. Если эмитент объявит участие в прибылях для владельцев данных привилегированных акций по 1 долл. на акцию, тогда курс этих привилегированных акций должен подскочить до 83 долл., если их доходность не снижается.

Значит, суть проблемы заключается в том, чтобы найти выпуски с участием в прибылях до того, как курс начнет изменяться, и при этом необходимо быть уверенным в том, что *компания будет продолжать поддерживать соответствующий уровень дивидендов в ближайшем будущем.*

КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Конвертируемые ценные бумаги — *это ценные бумаги с фиксированным доходом, предоставляющие владельцу право обменять их на определенное количество обыкновенных акций данного эмитента.*

Конвертируемые ценные бумаги, которые часто называют обратимыми, представляют собой еще один тип ценной бумаги с фиксированными доходами. Как правило, их выпускают в обращение в виде облигаций корпорации, которые впоследствии обменивают на обыкновенные акции той же компании. Конвертируемая ценная бумага также является гибридным инструментом, обладающим качествами и ценных бумаг с фиксированными доходами, и долевых ценных бумаг, наделяющих правом собственности на часть компании. Многие инвесторы выбирают именно эти ценные бумаги, но не потому, что по ним предлагаются привлекательные ставки доходности, а в связи с тем, что они имеют существенный потенциал роста курсовых доходов или прироста капитала в случае их обмена на обыкновенные акции. Инвестор должен выяснить, *имеет ли корпорация выпуски конвертируемых ценных бумаг, до принятия решения о покупке ее акций,* так как существуют ситуации, в которых конвертируемые ценные бумаги могут оказаться более привлекательным инвестиционным инструментом, чем сами акции.

Конвертируемые ценные бумаги как инвестиционный инструмент

"Эффект акций" — *это тенденция изменения рыночного курса конвертируемых ценных бумаг вслед и по аналогии с динамикой курсов обыкновенных акций, на которые они могут быть обменены.*

Отсроченный акционерный капитал — *это совокупность ценных бумаг эмитента, выпущенных в обращение в одной форме, но впоследствии погашенных или обмененных на его обыкновенные акции.*

Конвертируемые ценные бумаги популярны среди индивидуальных инвесторов благодаря **"эффекту акций"**, который им свойствен. Они выпускаются в обращение всеми типами корпораций; в 1989 г. насчитывалось более 1000 выпусков конвертируемых облигаций и несколько сотен выпусков конвертируемых привилегированных акций. Обычно их рассматривают как форму **отсроченного акционерного капитала**, так как они предназначены для обмена на новые выпуски обыкновенных акций компании. Неудивительно, что в периоды устойчивого рынка акций курсы данных конвертируемых выпусков также мало подвержены колебаниям. Когда рынок акций становится более динамичным и курсы значительно колеблются, то же самое происходит и с курсами конвертируемых выпусков. И конвертируемые облигации, и конвертируемые привилегированные акции непосредственно связаны с состоянием акционерного капитала эмитента, поэтому их рассматривают как взаимозаменяемые инструменты инвестиций. За исключением небольших деталей, как, например, факта выплаты дивидендов по привилегированным выпускам, а не процента, и их выплаты на ежеквартальной основе, а не каждые полгода, как по облигациям, конвертируемые облигации и конвертируемые привилегированные акции практически оцениваются одинаково. В данной главе будут рассмотрены преимущественно конвертируемые облигации, но их специфические характеристики применимы и к конвертируемым привилегированным акциям.

Конвертируемые облигации

Как правило, конвертируемые облигации выходят в обращение как необеспеченные долговые ценные бумаги (долгосрочные, не обеспеченные кон-

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of offers to buy any of these securities. The offering is made only by the Prospectus.

NEW ISSUE May 12, 1989

$225,000,000

The Home Depot, Inc.

6¾% Convertible Subordinated Debentures Due 2014

The Debentures are convertible into Common Stock of the Company at any time on or before May 15, 2014, unless previously redeemed, at a conversion price of $49 per share, subject to adjustment in certain events.

Price 100$
plus accrued interest, if any, from May 18, 1989

Copies of the Prospectus may be obtained in any State in which this announcement is circulated only from such of the undersigned as may legally offer these securities in such State. These securities are redeemable prior to maturity as set forth in the Prospectus.

The First Boston Corporation Invemed Associates, Inc.

РИС. 10.5. Новый выпуск конвертируемых облигаций

Владельцы такой облигации "Хоум депот" могут обменять ее на обыкновенные акции компании, имеющие курс 49 долл., и в результате получить 20,41 обыкновенной акции за каждую конвертируемую облигацию номиналом 1000 долл. До конвертирования владельцы облигаций будут получать ежегодный доход в 67,50 долл. на каждую облигацию. (*Источник: The Wall Street Journal*, May 12, 1989.)

кретными активами корпоративные обязательства), но содержат условие, в соответствии с которым в течение установленного периода *облигации могут быть обменены на определенное количество обыкновенных акций этого же эмитента.* Обычно в момент конверсии инвестору приходится платить незначительные суммы наличными или вообще ничего не платить, так как он просто меняет облигации на другие ценные бумаги, количество которых заранее оговорено. На рис. 10.5 показаны типичные признаки конвертируемой облигации на примере ценных бумаг компании "Хоум депот". Обратите внимание на то, что это корпоративное обязательство первоначально выпущено в обращение как младшая необеспеченная облигация со ставкой процента $6^3/_4$ и каждая облигация с номиналом 1000 долл. может быть обменена на обыкновенные акции компании "Хоум депот" по курсу 49 долл. за акцию. Следовательно, *независимо от того, что произойдет дальше с курсом акций компании,* конвертируемые облигации дают владельцу возможность погасить их путем обмена каждой на 20,41 акции (1000 долл. : 49 долл. = 20,41 акции). Если к моменту конверсии обыкновенные акции

этой компании будут продаваться по рыночному курсу 100 долл. за акцию, то инвестор сможет, обменяв свои облигации, стать обладателем портфеля стоимостью 2041 долл. вместо 1000 долл. (20,41 × 100 долл.)!

Ускоренная конверсия — *это досрочное погашение конвертируемых облигаций эмитентом.*

Владелец облигаций имеет право обменять такие облигации в любое время, но чаще всего встречаются ситуации, когда эмитент будет провоцировать конверсию; эта ситуация называется **ускоренной конверсией**. Чтобы создать гибкие возможности погашения долга и ускорения конверсии, многие конвертируемые облигации корпорации выпускают в обращение как свободно погашаемые или как выпуски с отложенным погашением, когда период отсрочки *очень незначителен*. Чтобы ускорить конверсию, эмитент отзывает облигации и предоставляет инвесторам две возможности: обменять их на обыкновенные акции либо погасить за наличные по заранее установленному курсу отзыва (который в случае конвертируемых выпусков содержит очень маленькую премию). В том случае, когда на момент досрочного погашения рыночный курс обыкновенных акций превосходит курс отзыва конвертируемого выпуска, инвестор не станет выбирать второй предложенный эмитентом вариант. Напротив, он будет стремиться конвертировать выпуск, используя эту характеристику. После завершения конверсии облигации выводятся из обращения и вместо них появляется новый выпуск обыкновенных акций.

Конверсионная привилегия

Конверсионная привилегия — *это особые условия, касающиеся времени и курса погашения, расшифровывающие право инвестора на обмен конвертируемой ценной бумаги.*

Конверсионный период — *это период, в течение которого конвертируемый выпуск ценных бумаг может быть обменен на обыкновенные акции.*

Коэффициент конверсии — *это количество обыкновенных акций, на которые может быть обменена одна конвертируемая ценная бумага.*

Ключевым элементом конвертируемой ценной бумаги является ее **конверсионная привилегия**, которая устанавливает условия и особую природу этой ценной бумаги. Прежде всего точно определяется, когда именно конвертируемая ценная бумага может быть обменена на обыкновенные акции. Как правило, эмитент устанавливает первоначальный период ожидания от 6 месяцев до 2 лет после даты выхода выпуска в обращение, в течение которого инвестор не может обменять эти ценные бумаги. Потом начинается **конверсионный период**, в котором инвестор имеет право обменивать конвертируемые ценные бумаги в любое время. Хотя конверсионный период продолжается до конца срока выпуска, он может также устанавливаться эмитентом на ограниченное количество лет. К этому прибегают, чтобы обеспечить для компании возможность более жесткого контроля за структурой капитала*. Если конвертируемый выпуск остался непогашенным к концу конверсионного периода, то он превращается в прямой, *необратимый* выпуск и теряет конверсионную привилегию.

С точки зрения инвестора, наиболее важным элементом информации о подобных выпусках являются коэффициент конверсии или конверсионный курс. Эти понятия часто используются эмитентом как взаимозаменяемые для определения количества обыкновенных акций, на которые могут быть обменены конвертируемые ценные бумаги. **Коэффициент конверсии** показывает количество обыкновенных акций данного эмитента, на которые мо-

---

* Структура капитала определяется через соотношение заемных долгосрочных и собственных источников финансирования. Важнейшая функция финансового управления компанией связана с определением оптимальной структуры капитала, ее планированием и поддержанием, так как она влияет на рыночную стоимость всей компании и рыночную стоимость ее долга. Поэтому воздействие эмитента на сроки и условия погашения долговых обязательств относится к категории важнейших задач финансового управляющего. *(Прим. науч. ред.)*

Конверсионный курс — *это объявленная стоимость обыкновенной акции, по которой она будет предоставлена инвестору на момент обмена.*

жет быть обменена одна конвертируемая ценная бумага. **Конверсионный** курс означает объявленную стоимость одной обыкновенной акции, по которой она будет предоставлена инвестору на момент обмена. Например, конвертируемая облигация с номиналом 1000 долл. могла бы иметь коэффициент конверсии 20, это означает, что данная конвертируемая облигация может быть обменена на 20 обыкновенных акций. Это же свойство облигаций можно было бы установить на основе курса конверсии: например, облигация с номиналом 1000 долл. может быть использована для обмена на обыкновенные акции, исходя из курса последних в 50 долл. Отметьте, что облигация компании "Хоум депот", информация о которой приведена на рис. 10.5, имеет конверсионный курс 49 долл., именно он отражает ее конверсионную привилегию. Одно из существенных различий конвертируемых облигаций и конвертируемых привилегированных акций состоит в том, что коэффициент конверсии облигации обычно представлен большим количеством обыкновенных акций, например 15, 20, 30 акций, а коэффициент конверсии привилегированных акций всегда невысок, часто ниже 1, и редко бывает выше, чем 2 или 3 обыкновенные акции (что связано с размером номинала самой конвертируемой ценной бумаги. — *Прим. науч. ред.*).

Как правило, коэффициент конверсии остается неизменным в течение всего конверсионного периода, хотя отдельные выпуски конвертируемых ценных бумаг имеют несколько таких коэффициентов или конверсионных курсов. В таких случаях коэффициент конверсии снижается (а конверсионный курс, наоборот, растет) с течением периода конверсии, что отражает предполагаемое возрастание стоимости акционерного капитала компании. Коэффициент конверсии также корректируют для ситуаций проведения "расщепления", или сплита, акций эмитентом, а также для случаев выплаты крупных дивидендов акциями* в целях сохранения конверсионных привилегий владельцев конвертируемых ценных бумаг. Поэтому, если компания объявляет сплит акций с соотношением 2 к 1, то коэффициент конверсии любого выпуска конвертируемых ценных бумаг, находящегося в обращении, также будет удвоен. Когда коэффициент конверсии выражен дробным числом, скажем $33^1/_3$ обыкновенной акции за одну конвертируемую ценную бумагу, то конверсионная привилегия предопределит, как именно будут рассматриваться в этих случаях дробные числа. Обычно инвестор получает право доплатить необходимые суммы, чтобы иметь возможность купить дополнительно полную обыкновенную акцию по льготному конверсионному курсу, либо получает от компании компенсацию наличными, соответствующую неполной обыкновенной акции, т.е. часть ее стоимости (конверсионного курса). Таблица 10.2 знакомит с некоторыми основными чертами ряда наиболее популярных конвертируемых выпусков облигаций и привилегированных акций и разнообразными конверсионными привилегиями.

Источники стоимости

Так как конвертируемые ценные бумаги относятся к ценным бумагам с фиксированным доходом и связаны со стоимостью акционерного капитала ком-

* Согласно принципам американской модели бухучета крупным считается дивиденд акциями, выплачиваемый по ставке выше 25% номинала или объявленной стоимости акции. В подобных случаях учетная трактовка дивидендов совпадает с ситуацией выпуска новых акций в обращение и все проводки по счетам будут отражать такую концепцию, хотя полноценного выпуска в открытое обращение при этом не будет. *(Прим. науч. ред.)*

ТАБЛИЦА 10.2 Основные черты ряда наиболее популярных конвертируемых ценных бумаг

Выпуски	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Объем выпуска (в млн. долл.)	Коэффициент конверсии	Рыночный курс (в долл. на начало 1989 г.)	Доходность* (в %)	Конверсионная премия (в %)
Конвертируемые облигации						
"*CBI* индастриз" 7 (2011)	*BB+*	75	29,42	958,80	7,4	+19
"Чемпион" $6^1/_2$ (2011)	*BBB–*	150	28,78	1035,00	6,2	+9
"Чабб корп." $5^1/_2$ (1993)	*AA*	200	11,72	930,00	7,3	+24
"Дана корп." $5^7/_8$ (2006)	*A–*	150	19,83	892,50	7,0	+17
"Истмэн кодак" $6^3/_8$ (2011)	*BBB+*	300	19,74	1055,00	5,7	+16
"Федерал риэлти" $5^1/_4$ (2002)	*BBB*	100	32,66	930,00	6,0	+24
IBM $7^7/_8$ (2004)	*AAA*	1285	6,51	1005,00	7,8	+26
"Маккессон инк." $9^3/_4$ (2006)	*A–*	80	45,70	1431,30	5,7	+2
"*NBD* бэнкорп" $8^1/_4$ (2010)	*AA–*	100	34,88	1328,80	5,6	–1
"Потлэтч" $5^3/_4$ (2012)	*BBB*	75	22,07	870,00	6,9	+20
Конвертируемые привилегированные акции						
"Акла" 3,00 долл. *pfd.*	*A–*	130	1,75	41,38	7,3	+11
"Бакстер трэвенол" 3,50 долл. *pfd.*	*BBB–*	550	2,98	63,38	5,5	+14
"Кэмерон айрон" 3,50 долл. *pfd.*	*BB+*	75	2,17	46,25	7,6	+22
"Сайпрэс минералс" 3,75 долл. *pfd.*	*BB+*	175	1,34	59,00	6,4	+14
"Ферст иксес" 1,56 долл. *pfd.*	*A*	225	1,11	17,50	8,9	+15
"*BF* Гудрич" 3,50 долл. *pfd.*	*BB+*	100	0,91	50,63	6,9	0
"Интл минерал" 3,75 долл. *pfd.*	*BBB–*	125	1,22	52,00	7,2	+8
"Потлэтч" 3,75 долл. *pfd.*	*BBB*	50	1,89	60,88	6,2	–1
"Юнисайз" 3,75 долл. *pfd.*	*BBB*	1200	1,67	52,38	7,2	+9
"*USF & G*" 4,10 долл. *pfd.*	*A*	200	1,09	42,63	9,6	+25

* Для конвертируемых облигаций — доходность к погашению; для конвертируемых привилегированных акций — текущая доходность.

пании, их оценка обычно проводится и по параметрам облигаций, и по параметрам акций. Действительно, именно эти параметры определяют стоимость данных ценных бумаг. Поэтому важно провести анализ обыкновенных акций, которые лежат в основе данного выпуска, *и одновременно* определить ожидаемые ставки процента, когда конвертируемые ценные бумаги рассматриваются как инвестиционный инструмент. Сначала используем параметры акций.

Конвертируемые ценные бумаги в рыночном обращении похожи на обыкновенные акции, и на самом деле их стоимость зависит от стоимости обыкновенных акций независимо от того, каков курс обыкновенных акций — ниже или выше конверсионного курса, установленного эмитентом. Это означает, что независимо от того, продается ли конвертируемая ценная бумага по номиналу (1000 долл.) или выше, ее курс будет подвержен изменениям, которые весьма близко отражают все, что происходит с курсами обыкновенных акций данного эмитента. Если их курс растет, то такая же тенденция сложится и у курсов конвертируемых ценных бумаг данного эмитента, при обратной тенденции курса все повторяется вновь. В действительности глубина изменений курсов конвертируемых ценных бумаг *больше*, чем у обыкновенных ак-

ций того же эмитента, так как коэффициент конверсии обусловливает степень изменений курсов конвертируемых ценных бумаг. Например, если конвертируемая ценная бумага имеет коэффициент конверсии, равный 20, тогда при изменении курса обыкновенных акций на один пункт (вверх или вниз) курс конвертируемых ценных бумаг *изменится в том же направлении, но с множителем 20*. По существу, когда конвертируемую ценную бумагу рассматривают с позиций обыкновенных акций, ее рыночный курс будет отражать эффект умножения изменений курсов обыкновенных акций на коэффициент конверсии.

Когда курс обыкновенных акций снижается и становится ниже курса конверсии, поведение курса конвертируемых ценных бумаг утрачивает тесную связь с курсом обыкновенных акций и начинает формироваться на основе закономерностей курсов облигаций. Значит, выпуск будет продаваться в соответствии со сложившимися преобладающими ставками доходности облигаций, а это вынудит инвестора обратить внимание в большей мере на поведение рыночных процентных ставок. Однако благодаря "эффекту акций" и относительно низкому инвестиционному рейтингу, который обычно свойствен конвертируемым выпускам, эти специфические ценные бумаги, как правило, не имеют высокой чувствительности к динамике процентных ставок. Достаточно трудно предвидеть, какими будут преобладающие ставки доходности по конвертируемым выпускам, и эти догадки слишком приблизительны. Например, если выпуск имеет рейтинг *Baa* по стандартам "Муди'з" и если этой категории рейтинга соответствует ставка доходности 9%, то курс данных конвертируемых ценных бумаг сложится таким образом, что ставка доходности *будет лишь около* 9% плюс или минус половина процентного пункта. Свойства облигаций будут также выражаться в том, что установится некая *минимальная граница* курса для конвертируемых выпусков. Этот уровень курса отражает изменения процентных ставок, и он существует независимо от неблагоприятной динамики курсов обыкновенных акций данного эмитента. Когда конвертируемые ценные бумаги рассматривают и оценивают именно таким образом, то становится понятно, почему состояние фондового рынка в период 1985—1986 гг. было столь привлекательным для владельцев конвертируемых выпусков. Ведь эти инвесторы использовали все лучшие тенденции для двух разных ценных бумаг: они извлекли выигрыш не только из роста курсов обыкновенных акций, но и из падения рыночных процентных ставок. Таким образом, *оба вида* стоимости конвертируемых ценных бумаг — и курсы акций, и минимальные границы курсов облигаций — росли параллельно и поэтому создавали для инвесторов благоприятные ставки доходности, да еще при одновременно снижающемся риске.

Характеристики риска

Подверженность риску конвертируемых ценных бумаг связана с их природой как ценных бумаг с фиксированными доходами, а также с их характеристиками как акций. Из-за того что стоимость акций данного эмитента существенно влияет на стоимость конвертируемых ценных бумаг, инвестору следует анализировать деловой, финансовый и рыночный риски, которым подвержены обыкновенные акции компании. Но вместе с тем из-за их принадлежности к группе ценных бумаг с фиксированными доходами и из-за вли-

яния именно этой характеристики на минимальную границу их курса важно также учитывать влияние инфляции и процентный риск*.

Преимущества и недостатки инвестиций в конвертируемые ценные бумаги

Главное преимущество конвертируемых выпусков состоит в снижении риска падения курса (с помощью формирования стоимости облигаций или минимального уровня их курса) и в то же время потенциала роста курсов, сопоставимого с курсовым доходом по обыкновенным акциям данного эмитента. Эта двойственность формирования стоимости является решающей характеристикой конвертируемых ценных бумаг, и ее невозможно достичь с помощью только обыкновенных акций либо только с помощью долговых ценных бумаг данного эмитента. Еще одно преимущество заключается в том, что текущий доход по облигациям обычно превышает дивиденды по акциям, которые можно было бы получить по сопоставимым инвестициям в обыкновенные акции при обмене на них *конвертируемых ценных бумаг.* Например, давайте предположим, что у вас был выбор варианта инвестиций в размере 1000 долл. в выпуск обыкновенных акций либо в новый выпуск конвертируемых облигаций со ставкой 8%, которые продаются по курсу 42,50 долл. (данный курс типичен для нового выпуска конвертируемых облигаций, так как он несколько *ниже,* чем собственно курс облигаций — 50 долл.). В этих условиях инвестор мог бы купить *одну* конвертируемую облигацию или $23^1/_2$ акции (1000 долл./42,50 = 23,5). Если по акциям платят 2 долл. дивидендов, то вложение 1000 долл. в акции принесет 47 долл. дивидендов в год; напротив, инвестор получил бы существенно больше текущего дохода, если бы ту же сумму инвестировал в конвертируемые облигации (текущий доход составил бы 80 долл.). Таким образом, на основе конвертируемых ценных бумаг можно получить более высокие текущие доходы и одновременно использовать преимущества обыкновенных акций (в виде потенциала повышения курсов).

К числу недостатков конвертируемых ценных бумаг следует отнести конверсионную премию, или так называемую *"воду".* До тех пор пока рыночный курс обыкновенных акций высок и превышает курс конверсии на существенную величину, конвертируемая ценная бумага будет продаваться по курсу более высокому, чем ее подлинная стоимость. Сумма, на которую рыночный курс превосходит в этом случае стоимость конвертируемой ценной бумаги, называется конверсионной премией, и она ведет к "разводнению" потенциального прироста курса конвертируемой ценной бумаги. Более того, инвестор, стремящийся владеть конвертируемыми облигациями, наверняка может найти на фондовом рынке среди обычных облигаций такие, по которым сложились более высокие текущие и ожидаемые ставки доходности, и в связи с конверсионной премией получит более высокий выигрыш, чем при вложении денег прямо в обыкновенные акции. Если более высокие ставки доходности можно получить от прямых инвестиций в акции либо обычные облигации, то зачем же тогда покупать конвертируемые ценные бумаги? Ответ на самом деле прост: конвертируемые ценные бумаги явля-

* Процентный риск — это риск падения курса ценной бумаги (с фиксированным доходом) в связи с ростом рыночных ставок процента, которые становятся выше, чем ставки дохода, заявленные эмитентом. *(Прим. науч. ред.)*

ются надежным способом получения привлекательных ставок доходности инвестиций с учетом риска. В частности, сочетая характеристики акций и облигаций в одной ценной бумаге, конвертируемые ценные бумаги предлагают определенную защиту от риска и в то же время значительный, хотя и не максимальный, потенциал прироста капитала. Таким образом, хотя их доходность явно не самая высокая в абсолютном выражении, но и риск также не самый большой.

Трансакционные издержки

В операциях с конвертируемыми ценными бумагами возникают такие же ставки комиссионного вознаграждения брокеру и налоги на передачу ценных бумаг, как и в операциях с обыкновенными облигациями. А конвертируемые привилегированные акции продают с такими же издержками, как и прямые привилегированные акции и обыкновенные акции. В операциях с конвертируемыми ценными бумагами используются такие же виды распоряжений, или приказов, клиента брокеру, как и в случае с облигациями или акциями вообще. Конвертируемые необеспеченные облигации котируют вместе с другими облигациями корпораций. Чтобы отличить их от обычных облигаций в котировочном листе, эти облигации обозначают символами *cv* в колонке "Текущая доходность" *(Cur Yld)* облигаций, как это показано на рис. 10.6. Отметим, что по некоторым конвертируемым выпускам (например, по выпуску облигаций "Компак компьютер" со ставкой $6^1/_2$% и сроком погашения в 2013 г.) достаточно часто складываются высокие курсы. Это вызвано высокими курсами обыкновенных акций, на которые обмениваются соответствующие конвертируемые облигации. Конвертируемые привилегированные акции, напротив, обычно приводятся в котировочном листе среди привилегированных акций без специального выделения, их обозначают символом *pf*, как и другие привилегированные выпуски. Поэтому инвестор должен в других источниках найти информацию о том, является ли данный выпуск привилегированных акций конвертируемым (одна из деловых газет — "Инвесторз дэйли" — приводит отдельный перечень привилегированных акций, которые обращаются на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, и выделяет конвертируемые выпуски жирным шрифтом).

Измерение стоимости конвертируемых ценных бумаг

Оценка стоимости конвертируемых ценных бумаг основана на их характеристиках и как облигаций, и как акций. Фундаментальный анализ эмитента приобретает особую важность, когда учитывается особая роль "эффекта акций" в определении динамики курса конвертируемых ценных бумаг. Учету характеристик этих ценных бумаг в качестве облигаций помогают рейтинги агентств, которые широко используются в оценке конвертируемых ценных бумаг. В дополнение к анализу параметров выпуска конвертируемых ценных бумаг как облигаций и как акций важно также изучить их конверсионные характеристики сами по себе. С этой точки зрения двумя ключевыми характеристиками являются конверсионная стоимость и инвестиционная стоимость. Обе они оказывают определяющее воздействие на динамику курсов

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg.
Coastl 11¼96	11.3	30	99⅞	+ 1¼
Coastl 11¾06	12.0	96	98	+ ⅜
Coastl 8.48s91	8.9	33	95½	. . .
Coastl 11⅛98	11.4	65	97⅞	+ ⅜
ColuG 9⅛95	9.2	5	99½	+ 1⅞
ColuG 8⅜96	8.9	10	93⅞	+ ⅛
CmwE 8s03	9.1	50	88⅜	+ 2⅞
CmwE 9⅜04	9.9	5	94½	+ ½
CmwE 9⅛08	9.9	7	91¾	+ ⅛
CmwE 11⅛10	10.7	13	103¾	+ ½
CmwE 12⅛13	11.2	77	107⅞	+ ⅛
CmwE 10⅝95	10.4	10	102½	+ ¾
CmwE 11¾15	11.2	5	104⅝	− ⅜
ConEd 5s90	5.4	10	92½	− ¼
ConEd 9⅜00	9.5	3	98½	− ⅞
ConEd 7.9s01	9.0	5	88	. . .
ConEd 7.9s02	9.0	15	88⅛	+ ⅝
ConEd 7¾03	9.0	10	86½	+ ¼
ConEd 9⅛04	9.5	36	96	+ ⅝
CnNG 8¼94	8.7	2	94¾	. . .
CnNG M 8⅜96	9.1	2	92½	− 1
CnNG 8⅛97	8.9	10	91	+ ⅜
CnPw 6⅞98	8.6	10	80	− ⅜
CnPw 7⅝99	9.0	75	85	+ ⅜
CnPw 8⅛01	9.3	10	87	. . .
CnPw 7½2020	9.3	13	81	+ ½
CnPw 8⅝03	9.7	8	88¾	− ⅛
CnPw 9¾06	10.1	5	97	+ ½

РИС. 10.6. Котировочный лист корпоративных облигаций, включая конвертируемые облигации

Конвертируемые облигации котируются вместе с другими корпоративными выпусками, но при этом помечаются индексом *cv* в колонке *Cur Yld* ("Текущая доходность"), причем это их единственное отличие от других корпоративных облигаций. *(Источник: The Wall Street Journal.)*

Конверсионная стоимость — *это показатель расчетной стоимости, по которой могли бы проводиться операции купли-продажи конвертируемых ценных бумаг, если бы их оценивали по стоимости акций, на которые они обмениваются; равна произведению коэффициента конверсии выпуска и текущего рыночного курса обыкновенных акций данного эмитента.*

конвертируемых бумаг, а следовательно, могут существенно влиять на показатели доходности выпуска за период владения.

Конверсионная стоимость

Конверсионная стоимость выступает показателем уровня курса проведения операций по конвертируемому выпуску, если его оценивают на основе стоимости акций, на которые обмениваются данные конвертируемые ценные бумаги. Конверсионную стоимость легко подсчитать: надо всего лишь умножить коэффициент конверсии выпуска на текущий рыночный курс обыкновенных акций, на которые он обменивается. Например, конвертируемая

Конверсионный эквивалент — *это курс, по которому должны продаваться обыкновенные акции, чтобы сложившийся текущий курс конвертируемой ценной бумаги данного эмитента отражал ее действительную стоимость; также называется конверсионным паритетом.*

Конверсионная премия — *это сумма, на которую текущий курс конвертируемой ценной бумаги выше ее конверсионной стоимости.*

ценная бумага с коэффициентом конверсии, равным 20, имела бы конверсионную стоимость, равную 1200 долл., если бы текущий курс акций данного эмитента составлял 60 долл. (60 долл. × 20 = 1200 долл.). Иногда для определения конверсионной стоимости используется альтернативный измеритель, который называют **конверсионным эквивалентом**, или **конверсионным паритетом**. Конверсионный эквивалент показывает курс, по которому обыкновенные акции могли бы быть проданы, для того чтобы конвертируемая ценная бумага получила сложившуюся оценку в виде ее текущего курса. Чтобы найти конверсионный эквивалент, надо разделить текущий рыночный курс конвертируемой ценной бумаги на коэффициент конверсии. Например, если курс конвертируемой ценной бумаги равен 1400 долл. и ее коэффициент конверсии 20, то конверсионный эквивалент обыкновенных акций составит 70 долл. (1400 долл. : 20 = 70 долл.). Действительно, текущий рыночный курс обыкновенных акций в данном примере должен быть примерно равен 70 долл., чтобы стоимость акций соответствовала текущему курсу конвертируемой ценной бумаги.

К сожалению, конвертируемые ценные бумаги *редко* продают по курсу, точно совпадающему с их конверсионной стоимостью. Их, как правило, продают с так называемой **конверсионной премией**. Абсолютный размер конверсионной премии можно определить, если найти разность между курсом конвертируемой ценной бумаги и ее конверсионной стоимостью. Чтобы выразить премию в относительных единицах, надо просто разделить сумму конверсионной премии на конверсионную стоимость выпуска. Например, если конвертируемая ценная бумага продается по курсу 1400 долл. и ее конверсионная стоимость равна 1200 долл., тогда конверсионная премия равна 200 долл. (1400 долл. – 1200 долл.). В сравнении с тем, каким должен быть курс данной ценной бумаги, эта разность составит 16,7% (сумма конверсионной премии, деленная на конверсионную стоимость, или 200 долл./1200 долл.). Возникновение конверсионной премии в операциях с данными ценными бумагами достаточно типично (см. табл. 10.2), и она часто достигает 25—30% или выше от подлинной конверсионной стоимости данного выпуска. На самом деле в среднем конверсионная премия при нормальном состоянии рынка составляет примерно 20%.

Инвесторы считают возможным платить подобные премии из-за дополнительного текущего дохода, который дает конвертируемая ценная бумага по сравнению с обыкновенными акциями данного эмитента, и эта конверсионная премия существует до тех пор, пока конвертируемые ценные бумаги действительно имеют потенциал роста курса. Инвестор может окупить конверсионную премию за счет дополнительного текущего дохода, который приносят конвертируемые ценные бумаги, либо за счет перепродажи их по более высокому курсу, т.е. с такой же или с еще более высокой конверсионной премией. Однако конверсионная премия снижается по мере роста курса конвертируемых ценных бумаг. Следовательно, если конвертируемую ценную бумагу приобретали из-за ожидаемого потенциального прироста капитала, то вся или основная часть конверсионной премии исчезнет, когда курс конвертируемой бумаги вырастет и приблизится к значению ее подлинной конверсионной стоимости. В результате инвестору придется дожидаться особенно высоких конверсионных премий; поэтому, как это подчеркивается во вставке "Проницательному инвестору", следует провести *пол-*

ный анализ конверсионной премии еще до принятия решения об инвестициях в конвертируемые ценные бумаги.

Инвестиционная стоимость

Инвестиционная стоимость — *это курс, по которому продавалась бы конвертируемая ценная бумага, если бы не обладала качествами конвертируемой и оценивалась бы на основе преобладающих ставок доходности сопоставимых неконвертируемых выпусков ценных бумаг.*

Нижняя граница курса конвертируемой ценной бумаги определяется ее характеристиками как облигации (или привилегированной акции в случае конвертируемых привилегированных акций. — *Прим. науч. ред.*), ее рассчитывают на основе моделей оценки стоимости облигаций (или привилегированных акций. — *Прим. науч. ред.*). Поэтому в данном случае для оценки **инвестиционной стоимости** необходимо сосредоточить внимание на текущих и ожидаемых рыночных процентных ставках. Инвестиционная стоимость — это курс, по которому продавались бы конвертируемые облигации, если бы они не имели качеств конвертируемых ценных бумаг и их оценивали бы на основе преобладающих ставок доходности сопоставимых неконвертируемых выпусков. Для расчетов инвестиционной стоимости используется та же формула, что и для расчетов стоимости облигаций вообще (либо формула стоимости привилегированных акций. — *Прим. науч. ред.*), которая приведена в гл. 9. Так как выплачиваемый эмитентом процент или купонный доход и срок до погашения известны, необходимо только установить совокупную или полную доходность к погашению, сложившуюся по выпускам ценных бумаг с сопоставимой категорией рейтинга. Например, если сопоставимые неконвертируемые облигации имеют в данный момент доходность к погашению 9%, а рассматриваемые конвертируемые облигации имеют ставку 6% и 20-летний срок до погашения, их инвестиционная стоимость будет равна 725 долл. (Эта величина получена на основе формулы и методов оценки, которые рассмотрены в гл. 9.) Инвестиционная стоимость показывает, насколько может снизиться курс конвертируемой ценной бумаги, прежде чем он достигнет минимальной границы и данная облигация станет оцениваться инвесторами как обыкновенный долговой инструмент. При прочих равных условиях, чем больше разница между текущим рыночным курсом конвертируемой ценной бумаги и ее инвестиционной стоимостью, тем больше может снижаться курс, прежде чем сравняется с минимальной границей, а следовательно, тем выше предрасположенность данной конвертируемой ценной бумаги к риску падения курса.

Инвестиционные стратегии

Конвертируемые ценные бумаги создают для инвесторов необычные возможности. Одни покупают их, ориентируясь на обыкновенные акции, на которые они обмениваются; других привлекают ставки доходности, которые возникают потому, что эти ценные бумаги относятся к группе ценных бумаг с фиксированными доходами. Мы рассмотрим наиболее типичные инвестиционные стратегии, которые применяются по данным инструментам, но сначала изучим основные закономерности движения их курсов.

Обзор движения курсов и инвестиционных характеристик конвертируемых ценных бумаг

На динамику курсов конвертируемых ценных бумаг влияют как состояние рынков акций, так и качества ценных бумаг с фиксированными доходами. К

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Инвесторы, будьте осторожны с конверсионными премиями!

Растущие курсы обыкновенных акций и падающие рыночные процентные ставки — это наиболее выигрышная комбинация для инвестирования в конвертируемые облигации, которые могут быть заменены обыкновенными акциями. Но выбор конвертируемых ценных бумаг является достаточно непростым делом для новичков. Им предстоит много поработать с калькулятором, прежде чем они смогут сделать выводы о достойных кандидатах для вложения капитала в конвертируемые инструменты. Когда рыночные процентные ставки падают, а шансы курсовых доходов по обыкновенным акциям благоприятны, конвертируемые ценные бумаги приносят высокие ставки текущей доходности и возможность прироста капитала, который можно извлечь из обыкновенных акций при обмене на них данных конвертируемых бумаг. В этом случае существует определенная защита: если курс акций снижается, то курс конвертируемой ценной бумаги не упадет ниже, чем он был бы у традиционной облигации с похожими параметрами. Поскольку конвертируемые ценные бумаги часто имеют явное преимущество над обыкновенными акциями с точки зрения текущего дохода, их обычно продают с премией к конверсионной стоимости. В решении вопроса о выборе конвертируемой ценной бумаги главная проблема — это обоснованность конверсионной премии по конкретной конвертируемой ценной бумаге.

В качестве некоего правила многие профессиональные менеджеры инвестиционных портфелей предлагают при покупке платить премию не выше половины годового процентного дохода по облигации, которая продается по курсу, примерно равному курсу ее досрочного погашения. В любом случае следовало бы ориентироваться на необходимость окупить эту премию не более чем через четыре года за счет *дополнительного* процентного дохода, который можно получить по конвертируемой ценной бумаге. Если это невозможно, то инвестору лучше купить обыкновенные акции непосредственно.

Приведем аргументы. В условиях роста курса обыкновенных акций инвестор быстрее получит прирост капитала именно по акциям, чем по конвертируемым ценным бумагам, из-за влияния премии. Значит, ему необходимо знать, сколько же он платит за возможность получения более высоких текущих доходов по конвертируемым ценным бумагам. Например, не так давно курс акций компании "Сторер бродкастинг" упал до 19 долл., в то время как курс ее конвертируемых облигаций, имеющих ставку $8^1/_2$% и

переменным, играющим ключевую роль в определении рыночной стоимости типичной конвертируемой ценной бумаги, относятся: 1) потенциальные тенденции курсов обыкновенных акций; 2) ожидания инвесторов по поводу будущих рыночных процентных ставок и доходности ценных бумаг. Типичная динамика курсов конвертируемых ценных бумаг наглядно представлена на рис. 10.7. Верхний график отражает три основных параметра конвертируемых облигаций: инвестиционную стоимость облигаций, которая формирует нижнюю границу курса; конверсионную стоимость облигаций; текущий курс конвертируемой ценной бумаги. График выявляет традиционные взаимозависимости всех трех элементов и показывает, что появление конверсионной премии типично при образовании курсов конвертируемых облигаций. Отметьте, что конверсионная премия растет по мере роста курса обыкновенных акций. Верхний график достаточно упрощен, так как на нем

срок погашения в 2005 г., понизился до 73,75 (от номинала. — *Прим. науч. ред.*). Коэффициент конверсии установлен равным 25, и конверсионная стоимость этих облигаций на тот момент была равна 475 долл. Инвестор, купивший конвертируемые облигации, получил текущую доходность на уровне 11,53%. По обыкновенным акциям компании выплачиваются ежеквартальные дивиденды по 18 центов на акцию, и их текущая доходность составляет 3,8%. Инвестору, купившему конвертируемые облигации, пришлось уплатить премию в размере 55%, чтобы иметь возможность получать добавочный текущий доход. Он будет привязан к данной конвертируемой ценной бумаге в течение почти четырех лет для возмещения уплаченной премии из добавочного текущего дохода. Что произошло с приростом капитала по обеим ценным бумагам? Курс обыкновенных акций поднялся до 30 долл., следовательно, ставка курсового дохода составила 57%. Курс конвертируемой облигации поднялся до 97, т.е. ставка курсового дохода составила 31%. Таким образом, инвестор, купивший конвертируемую облигацию, пожертвовал приростом капитала, который он мог бы получить на обыкновенной акции, но зато получил дополнительный текущий доход и более низкий риск, чем покупатель обыкновенных акций.

Хотя анализ конверсионной премии — достаточно хлопотное дело, он все-таки может способствовать предотвращению неудачного выбора инвестиционного инструмента. Приведем пример с конвертируемыми облигациями "Прайм компьютер", по которым эмитентом установлена ставка 10% и срок погашения наступает в 2000 г. Даже при курсе, равном 94 (от номинальной стоимости), они выглядели как удачная покупка, в то время как акции этой компании продавались по 16 долл. В тот момент по этим облигациям доходность составила 10,99%, а по акциям компании дивиденды вовсе не выплачивались. Каждая облигация могла быть обменена на 31,58 акции. Но при сложившемся курсе (94 от номинала) они, по существу, продавались с премией в 86% их конверсионной стоимости. А так как облигации уже продавались по курсу, приближавшемуся к курсу досрочного погашения, то период окупаемости премии был бы значительно больше четырех лет. С тех пор курс акций "Прайм компьютер" более чем удвоился, но когда курс конвертируемых облигаций достиг 107, или курса их досрочного погашения, компания приняла решение погасить их. И поэтому инвесторы, приобретшие данные облигации по курсу 94 от номинала и с высокой премией за облигации, курс которых был так близок к курсу погашения, приняли необдуманное решение: *они никогда уже не смогут возместить астрономически высокую сумму премии.*

Источник: Подготовлено по статье: Jill Bettner, "Convertible Bonds May Be Right for the Times, But Do Some Figuring Before You Buy Them". *The Wall Street Journal*, December 13, 1982.

нижняя граница курса (инвестиционная стоимость) остается неизменной, т.е. предполагается, что рыночные процентные ставки не изменяются, а это не отвечает действительности, и, следовательно, конверсионная стоимость постоянно нарастает. График, расположенный внизу, построен с учетом этих замечаний, хотя в целях упрощения в нем игнорируется конверсионная премия. Этот график показывает, как текущий курс конвертируемой ценной бумаги следует за изменениями курса обыкновенных акций до тех пор, пока конверсионная стоимость ценной бумаги остается выше, чем стоимость облигаций (инвестиционная стоимость). Когда конверсионная стоимость падает ниже этой границы (инвестиционной стоимости. — *Прим. науч. ред.*), как это показано в заштрихованной части графика, курс конвертируемой ценной бумаги начинает следовать за ее инвестиционной стоимостью. Он сохраняет такую динамику до тех пор, пока курс обыкновенных акций

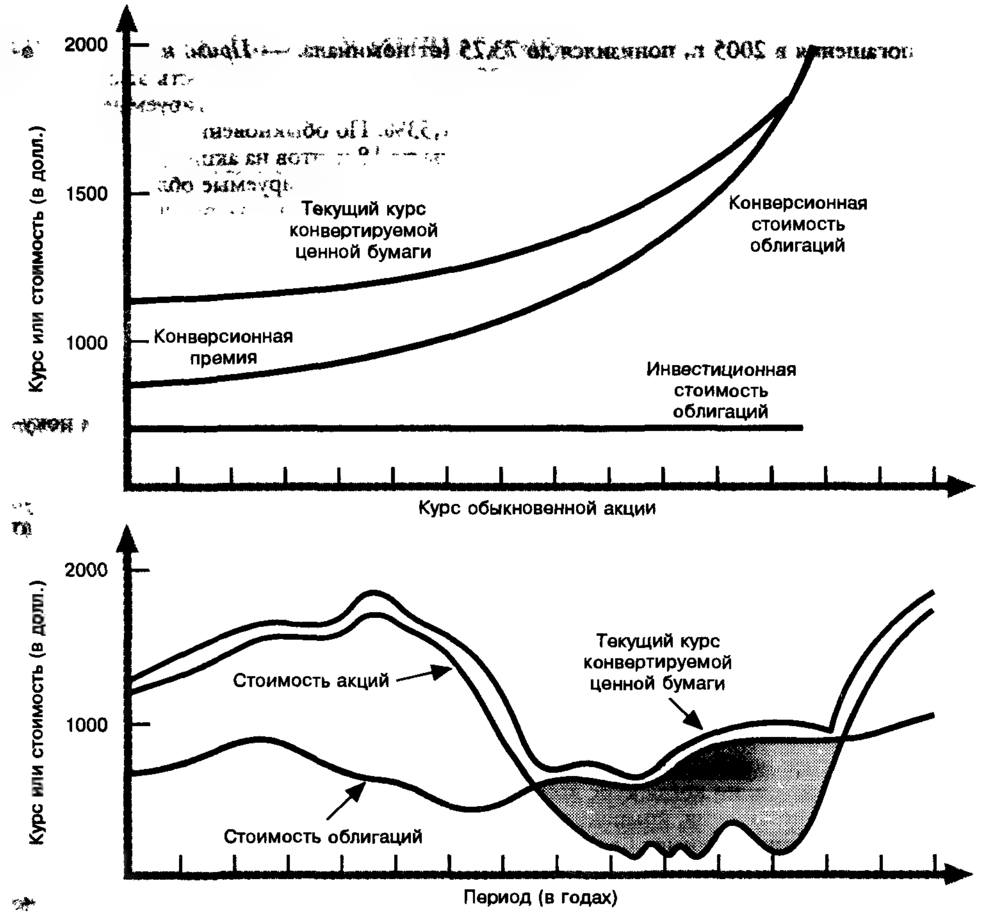


РИС. 10.7. Типичная динамика курсов конвертируемых ценных бумаг

Изменения курсов конвертируемых ценных бумаг прямо связаны с изменениями курсов обыкновенных акций и инвестиционной стоимости облигаций: когда курс акций растет, стоимость конвертируемых облигаций следует за ним, при этом инвестиционная стоимость облигаций является нижней границей курса.

не вырастет (а вместе с ним и конверсионная стоимость облигации. — *Прим. науч. ред.*) и не сравняется с нижней границей, т.е. инвестиционной стоимостью.

Конвертируемые ценные бумаги как отложенные инвестиции в акции

Конвертируемые ценные бумаги часто покупают благодаря тем *свойствам*, которые им придают обыкновенные акции. Рассматривая их как альтернативу обыкновенным акциям конкретной компании, инвесторы могут достичь (или даже превзойти) ставок доходности, которые складываются по обыкновенным акциям, но при более низкой подверженности риску, к тому же по сравнению с акциями конвертируемые ценные бумаги предлагают им более привлекательные текущие доходы. Конвертируемые ценные бумаги

могут быть выгодно использованы во всех случаях, когда инвесторы считают, что обыкновенные акции, на которые они обмениваются, обладают значительным потенциалом прироста капитала. Чтобы достичь максимального курсового дохода в таких условиях, инвестор должен быть уверен в том, что конвертируемые ценные бумаги продают по курсу, основанному на их конверсионной стоимости, а также в том, что этот курс не включает какую-то необычную конверсионную премию. Если такие условия выполняются, тогда внимание инвестора должно быть сосредоточено на потенциальных изменениях курса обыкновенных акций данного эмитента. Чтобы оценить эти вероятные изменения, необходимо анализировать и текущую, и ожидаемую конверсионную стоимость.

Допустим, что коэффициент конверсии облигации с 7%-й ставкой равен 25 и эта облигация продается по курсу 900 долл.; кроме того, допустим, что курс обыкновенных акций данного эмитента (по ним не выплачиваются дивиденды) равен 32 долл. и, наконец, по данной конвертируемой ценной бумаге конверсионная премия составляет 100 долл., или 12,5%. Инвестору также необходимо представлять, какими будут рыночные ставки процента, чтобы определить нижнюю границу курса и степень подверженности риску его падения. Используя приемы, показанные в гл. 9, необходимо рассчитать вероятную динамику инвестиционной стоимости данной конвертируемой облигации, опираясь на прогноз процентных ставок. Подытоживая, можно сказать, что *предполагаемое снижение* процентных ставок будет рассматриваться инвестором как положительный фактор, так как это будет сигналом роста нижней границы стоимости конвертируемой ценной бумаги и одновременно снижения ее подверженности риску падения курса. Это означает, что если бы динамика курса обыкновенных акций отклонилась от ожидаемой, то курс конвертируемой ценной бумаги все равно рос бы, поскольку поднимается его нижняя граница (инвестиционная стоимость. — *Прим. науч. ред.*), или, по крайней мере, уменьшилась бы возможность падения курса конвертируемой ценной бумаги.

Однако основная доля внимания должна быть сосредоточена вовсе не на нижней границе курса, а на динамике курса обыкновенных акций и возможной конверсионной премии. Продолжим наш пример и предположим теперь, что инвестор ожидает роста курса обыкновенных акций до 60 долл. в течение двух предстоящих лет. Тогда в соответствии с конверсионным коэффициентом, равным 25, предполагаемая конверсионная стоимость облигации будет равна 1500 долл. Если ожидаемая конверсионная премия составит 6—7% (или около 100 долл.), то рыночный курс конвертируемой облигации поднимется до 1600 долл. через два года владения ею. Тогда этот ожидаемый рост курса конвертируемой ценной бумаги наряду с годовым процентом и текущим курсом может быть использован для расчета приблизительной реализованной (полной) доходности.

$$\text{Реализованная доходность} = \frac{70\ \text{долл.} + \dfrac{1600\ \text{долл.} - 900\ \text{долл.}}{2}}{\dfrac{1600\ \text{долл.} + 900\ \text{долл.}}{2}} =$$

$$= \frac{70\ \text{долл.} + 350\ \text{долл.}}{1250\ \text{долл.}} = \underline{\underline{33,6\%}}.$$

Уравнение реализованной (полной) доходности, приведенное выше, идентично тому, что было использовано для расчетов по прямым облигациям и привилегированным акциям. Хотя эта ставка доходности в 33,6% может показаться весьма привлекательной, инвестору следовало бы убедиться в ряде условий, прежде чем размещать в них капитал: особенно важно установить, действительно ли эта форма инвестиций более выгодна, чем непосредственные инвестиции в обыкновенные акции данной компании (по крайней мере, с точки зрения соотношения доходности и риска), и действительно ли привлекательных ставок доходности при таком же уровне риска в настоящее время не найти. В той мере, в какой эти условия действительно выполняются, инвестиции в конвертируемые ценные бумаги могут быть удачными, особенно если соблюдаются следующие условия: 1) курс обыкновенных акций повышается; 2) процентные ставки по облигациям резко падают; 3) курс конвертируемых ценных бумаг практически не содержит премию как компонент курса. Первое отмеченное условие означает, что конверсионная стоимость будет расти, а следовательно, будет расти и курс конвертируемой ценной бумаги. Второе условие означает, что нижняя граница стоимости облигации (инвестиционная стоимость) также должна подняться, снизив тем самым возможный риск падения курса конвертируемой ценной бумаги. Третье условие означает, что инвестор должен уловить полностью или частично возможность прироста капитала, связанного с ростом курса обыкновенных акций, а не потерять часть капитала из-за неизбежного снижения конверсионной премии.

Конвертируемые ценные бумаги как образцы высокодоходных инструментов с фиксированными доходами

Еще одной распространенной целью инвестиций в конвертируемые ценные бумаги является покупка ради получения *высоких постоянных доходов*. Ключевым параметром, который необходимо оценить для проведения данной стратегии, выступают собственно характеристики облигаций, если речь идет о конвертируемых облигациях. По многим конвертируемым инструментам складываются ставки текущей и полной доходности, которые можно рассматривать как высококонкурентные, относительно надежные по сравнению с обычными облигациями корпораций. Однако прежде всего необходимо убедиться в том, что высокие ставки доходности не вызваны низким (т.е. спекулятивным) инвестиционным рейтингом. Как правило, в рамках подобной стратегии инвесторы будут искать выпуски, которые продаются по низким курсам, особенно среди имеющих курс, близкий к нижней границе — инвестиционной стоимости. В противном случае, когда выпуски продаются с конверсионной премией, это ведет к падению доходности конвертируемых инструментов, и часто весьма значительному. Большинство инвесторов такой ориентации рассматривают конвертируемые ценные бумаги как идеальный инструмент для удержания высоких ставок доходности. Однако конвертируемые ценные бумаги обычно не применяют как средство спекулятивных операций, построенных на динамике рыночных ставок процента, отчасти потому, что надежные конвертируемые ценные бумаги с инвестиционным рейтингом малочувствительны к изменениям процентных рыночных ставок (благодаря "эффекту акций"). Для тех инвесторов, кто стремится к высоким, но малорискованным доходам, "эффект акций" может создать

дополнительный источник доходов, если курс обыкновенных акций данного эмитента растет. Такой инвестор в конвертируемой ценной бумаге приобретает облигацию с привлекательной ставкой доходности и "эффект акций" в придачу.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Привилегированные акции и конвертируемые ценные бумаги играют важную роль в различных серьезных, хорошо продуманных инвестиционных программах. Они относятся к группе гибридных ценных бумаг, сочетающих черты долговых и долевых одновременно, что создает для инвестора интересные и многообещающие возможности.
- Привилегированные акции обеспечивают привлекательные ставки текущей доходности и в случае снижения рыночных процентных ставок — курсовые доходы или прирост капитала. Инвесторы считают их менее рискованным инструментом по сравнению с обыкновенными акциями, поскольку их владельцы имеют первоочередные требования к активам и доходам компании.
- За исключением некоторых особых видов выпусков (например, привилегированных акций с плавающей ставкой дивиденда и с участием) по большинству привилегированных акций выплачивается годовой постоянный дивиденд, который может быть пропущен и не выплачен эмитентом в случае, когда прибыли ниже ожидаемых. И хотя подобная мера не влечет за собой серьезных последствий, как в случае с невыполнением обязательств по процентам на облигации, дивиденды на обыкновенные акции не могут быть выплачены, пока не будут распределены дивиденды на привилегированные акции.
- Операции с привилегированными акциями осуществляются на различных фондовых биржах и на внебиржевом рынке такими же способами, как и с обыкновенными акциями. Ставки комиссионных брокеру, трансакционные издержки и способ публикации котировок аналогичны.
- Стоимость привилегированных акций зависит от текущей доходности, за исключением случая конвертируемых привилегированных акций. Динамика их курса находится в обратной зависимости от изменений рыночных процентных ставок.
- Главной целью приобретения привилегированных акций является их текущая доходность. Кроме того, их можно использовать и в целях получения прироста капитала, если инвестор склонен извлекать преимущества из колебаний процентных ставок.
- Конвертируемые ценные бумаги первоначально выходят в обращение как облигации или как привилегированные акции, но затем их обменивают на обыкновенные акции. Поэтому эти ценные бумаги особенно привлекательны, так как их владелец сможет получать достаточно значительный поток постоянных по величине доходов и в придачу "эффект акций".

- Поскольку конвертируемые ценные бумаги могут быть обменены на обыкновенные акции, их стоимость в значительной мере зависит от текущего курса обыкновенных акций. Это отражается в конверсионной стоимости, которая означает рыночную оценку в том случае, когда данная ценная бумага уже превратилась в обыкновенную акцию. Конверсионная стоимость растет в прямой зависимости от курса обыкновенных акций.
- Если курс обыкновенных акций снизится, конверсионная стоимость также станет ниже, однако курс конвертируемой ценной бумаги будет снижаться до тех пор, пока ее второе свойство не вступит в игру и не образует нижнюю границу курса.
- С точки зрения предстоящих инвестиций конвертируемые ценные бумаги обеспечивают удачное сочетание потенциала прироста капитала инвестора (благодаря "акционерным" свойствам выпуска) и надежной защиты от глубокого падения курса (благодаря их свойствам ценных бумаг с фиксированными доходами). В действительности это соотношение риска и доходности в сочетании с относительно высокими текущими доходами не встречается у других видов ценных бумаг.
- Инвесторы используют конвертируемые ценные бумаги прежде всего как отложенные акции, когда осуществляют инвестиции с целью получения прироста капитала на основе обыкновенных акций. Помимо этого конвертируемые ценные бумаги иногда используют и как средство получения высокой текущей доходности, если инвестору важны устойчивые постоянные текущие доходы. В этом случае "эффект акций" рассматривается инвестором не более чем как приятный побочный продукт.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Приведите определение привилегированных акций. Какие первоочередные требования могут выдвигать их владельцы?
2. Чем привилегированные акции похожи на обыкновенные акции? Какие качества привилегированных акций похожи на качества облигаций?
3. Покажите, в чем заключаются различия между привилегированными акциями с накапливаемым дивидендом и привилегированными акциями с досрочным погашением. Влияют ли эти дополнительные характеристики на их инвестиционные качества? Поясните.
4. Опишите кратко каждое из приведенных ниже понятий:

   а) привилегированные акции с участием;
   б) привилегированные акции с плавающей ставкой дивиденда;
   в) старшие привилегированные акции;
   г) привилегированные акции типа *PIK*.
5. Покажите, в чем заключаются преимущества и недостатки инвестиций в привилегированные акции.
6. Допустим, привилегированная акция с дивидендом в 8 долл. продается в настоящее время с текущей доходностью 9%. Компания выплачивает еще 2 долл. дивидендов в качестве участия в прибылях, и эти дивиденды с участием сохранятся в будущем. Чему равна новая ставка текущей доходности данных акций, если их курс не изменился? Ка-

ким будет новый курс данных акций, если их текущая доходность останется без изменений?

7. Покажите, почему ставка текущей доходности играет ключевую роль в оценке инвестиционных качеств привилегированных акций с высоким рейтингом в период, когда ожидается снижение рыночных ставок процента.

8. Кратко опишите несколько вариантов использования привилегированных акций как инвестиционных инструментов. Отвечают ли они как целям консервативных, так и целям спекулятивно настроенных инвесторов?

9. У компании "Дэнзер" в обращении находятся 500 000 привилегированных акций, по которым выплачивается по 2 долл. дивидендов. Прибыль компании до выплаты процентов и налогов составляет 40 млн. долл., а годовые затраты на выплату процентов — 2 млн. долл. Учитывая эти данные, определите коэффициент "покрытия" постоянных платежей в данной компании и объясните его роль в анализе привилегированных акций.

10. Может ли компания пропустить выплату дивидендов по привилегированным акциям, если ее прибыли в данном году достаточны для выплаты дивидендов? Объясните ваш ответ. Что обычно происходит, когда компания не выплачивает текущие дивиденды на привилегированные акции с накопительным характером дивиденда? Влияет ли данное событие на выплату дивидендов на привилегированные акции?

11. Шарлин Уивер увлекается спекулятивными операциями с привилегированными акциями, стремясь получить прирост капитала на основе изменений рыночных ставок процента. Именно сейчас, по ее мнению, предстоит резкое снижение рыночных ставок процента, и поэтому она всерьез размышляет об инвестициях в привилегированные акции с дивидендом в 7 долл. и текущим курсом 75 долл. Какую ставку реализованной (полной) доходности она получит от этих инвестиций, если рыночные ставки текущей доходности по привилегированным акциям снизятся до $6^1/_2$% в течение следующих двух лет?

12. Что такое конвертируемые необеспеченные облигации? Чем конвертируемые облигации отличаются от конвертируемых привилегированных акций?

13. Определите "эффект акций" конвертируемой ценной бумаги и объясните, как он влияет на ее стоимость и динамику курса.

14. Объясните, почему необходимо анализировать одновременно и свойства облигации, и свойства акции конвертируемых необеспеченных облигаций, когда определяются их инвестиционные качества.

15. Каковы инвестиционные характеристики конвертируемых облигаций? Каковы их недостатки как инструмента инвестиций?

16. Конвертируемая облигация со сроком погашения 20 лет и объявленной ставкой 6% может быть по желанию владельца обменена на 20 обыкновенных акций. Учитывая, что курс конвертируемой облигации равен 800 долл., а курс акций — 35 долл., определите:

    а) чему равна текущая доходность конвертируемой облигации?
    б) чему равен конверсионный курс?
    в) чему равен конверсионный коэффициент?
    г) чему равна конверсионная стоимость данной облигации?
    д) чему равна конверсионная премия (в абсолютном и относительном измерении)?
    е) чему равна приблизительная полная доходность данной облигации?
    ж) если облигации с таким же рейтингом имеют полную доходность 8%, чему равна инвестиционная стоимость данной конвертируемой облигации?

17. В чем состоит различие конверсионного паритета и конверсионной стоимости? Что такое инвестиционная стоимость конвертируемой облигации и что она означает?

18. Конвертируемая облигация имеет объявленную ставку процента 8, номинал 1000 долл. и коэффициент конверсии 20. Допустим, инвестор стремится вложить 5000 долл., а

конвертируемая облигация продается по курсу 1000 долл., что включает конверсионную премию в 25%. Каким будет совокупный доход на облигацию, если в течение 12 месяцев курс обыкновенных акций данного эмитента поднимется до 75 долл., а курс конвертируемой облигации будет включать конверсионную премию в 10%? Какова доходность за период владения? Каков текущий курс обыкновенных акций данного эмитента?

19. Покажите несколько способов использования конвертируемых облигаций в качестве инвестиционных инструментов. Каковы три главных свойства, которые превращают их в идеальный инструмент и ради которых инвесторы их приобретают, когда стремятся использовать эти ценные бумаги как отложенные акции?

20. Допустим, вам необходимо заплатить 1200 долл. за конвертируемую облигацию, ставка процента которой составляет $7^1/_2$ и срок погашения — 15 лет. Облигация может быть обменена на 24 обыкновенные акции, продающиеся сейчас по курсу 50 долл. Определите инвестиционную стоимость облигации при условии, что сопоставимые по рейтингу облигации имеют полную доходность 9%.

21. Определите *конверсионную стоимость* конвертируемой привилегированной акции, конверсионный коэффициент которой составляет 1,8, а текущий курс обыкновенных акций данного эмитента — 40 долл. Возникнет ли конверсионная премия, если конвертируемая привилегированная акция будет продаваться по курсу 90 долл.? Если да, то сколько она составит (в абсолютном и относительном измерении)? Объясните концепцию конверсионного паритета и определите конверсионный паритет данного выпуска, если курс привилегированной конвертируемой акции составляет 90 долл.

22. Постарайтесь найти в библиотеке необходимые данные и проведите соответствующие расчеты для определения следующих показателей:

а) текущей доходности двух любых *неконвертируемых привилегированных акций*;

б) конверсионного коэффициента, паритета, конверсионной стоимости, конверсионной премии двух любых *конвертируемых облигаций*;

в) конверсионного коэффициента, паритета, конверсионной стоимости, конверсионной премии двух любых *конвертируемых привилегированных акций*.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

10.1. Мэри Бет выбирает привилегированные акции

Мэри Бет Камински — молодая женщина в начале своей профессиональной карьеры, которой удалось собрать крупный инвестиционный портфель. Основная часть ее вложений сделана в привилегированные акции, и она не хотела бы изменять этому принципу. Госпожа Камински рассматривает возможность приобретения за 4800 долл. привилегированных акций компании "Ларами майн" с дивидендом 5 долл., курс которых составляет 48 долл. Ее брокер Майк предупредил Мэри Бет о том, что, по его мнению, рыночные ставки доходности привилегированных акций снизятся до 8% в течение двух лет и что эти привилегированные акции могут стать привлекательными инвестициями. Вместо покупки акций компании "Ларами" Мэри Бет могла бы приобрести другие привилегированные акции с таким же риском, но с текущей доходностью 10% в течение двух следующих лет.

Вопросы

1. Если доходность привилегированных акций будет меняться так, как это предвидит брокер, каким будет курс привилегированных акций "Ларами" через два года?
2. Какова будет реализованная (полная) доходность за два года владения, если все ожидания осуществятся? Какую прибыль (в долл.) получит Мэри Бет от данных инвестиций?

3. Рекомендовали бы вы Мэри Бет купить акции компании "Ларами"? И если да, то почему?
4. В чем состоят привлекательные черты данной операции? В чем заключается риск?

10.2. Дэйв и Марлин оценивают возможность покупки конвертируемых ценных бумаг

Дэйв и Марлин Нормингтон живут в шт. Калифорния, и оба работают управляющими: Марлин в магазине для молодоженов, а Дэйв в промышленной компании. Их годовой доход относится к средней категории, детей у них нет, поэтому семья живет достаточно комфортно. Недавно у них образовались некоторые сбережения, и они с любопытством изучают возможности инвестиций в ценные бумаги с фиксированными доходами. Хотя Дэйв и Марлин не относятся к категории спекулятивных инвесторов, они любят добиваться максимальной доходности каждого доллара инвестиций. По этой причине они предпочитают высокодоходные и одновременно обладающие "эффектом акций" конвертируемые облигации, поэтому сейчас ищут подобный выпуск. В частности, их привлекли конвертируемые необеспеченные облигации компании "Мария Поттери". Они узнали, что курс ее акций скоро возрастет, и после проведения самостоятельного анализа еще раз убедились в благоприятных перспективах роста курса; они также изучили рыночные ставки доходности и, основываясь на справках их брокера, считают, что процентные ставки резко снизятся.

Подробные данные о выпуске, который они изучали, выглядят следующим образом: срок до погашения — 20 лет, номинал — 1000 долл., объявленная ставка процента — $7^1/_2$%, курс — 800 долл., конверсионный коэффициент — 15, кроме того, по обыкновенным акциям данного эмитента дивиденды не платят, их курс составляет 49,50 долл.

Вопросы

1. Не обращая внимания на конверсионную премию, определите курс конвертируемой облигации, если курс обыкновенных акций поднимется до 66,67 долл., 75 долл., а затем до 100 долл. Повторите все расчеты при условии, что конверсионная премия составит 5%.
2. Рассчитайте приблизительную доходность к погашению конвертируемой облигации. (Примените подход, рассмотренный в гл. 9.)

   а) Определите инвестиционную стоимость конвертируемой облигации при условии, что в течение двух лет процентные ставки упадут до 8 (через два года срок до погашения будет равен 18 годам). Как изменится инвестиционная стоимость, если процентные ставки упадут до 6?

   б) Какое влияние оказывает снижение рыночных процентных ставок на инвестиционную стоимость конвертируемой облигации?
3. Определите минимальный и максимальный уровни реализованной (полной) доходности в течение двухлетнего периода с учетом ожидаемого значения курса акций и процентных ставок.

   а) Каким будет самый низкий уровень доходности, которого Дэйв и Марлин могли бы ожидать за двухлетний период владения, если курс акций упадет до 40 долл., а процентные ставки снизятся только до 9? Что произойдет, если курс акций снизится до 40 долл., а процентные ставки поднимутся до 11? (Исходите из допущения о том, что конверсионная премия в обоих случаях равна 0.)
4. Должны ли Дэйв и Марлин приобретать конвертируемые облигации? Обсудите "за" и "против" такого выбора.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Bryant, William C. "When to Prefer Preferreds". *U.S. News & World Report*, September 23, 1985, p. 75.

Curran, John J. "Playing It Safe With Convertibles". *Fortune*, February 1, 1988, pp. 99—100.

Fredman, Albert J., and Cameron P. Hum. "Investing in Convertibles". *Personal Investor,* January 1987, pp. 70—75.
Scharf, Jeffrey R. "Question of Preference: How Preferreds Stack Up vs. Bonds". *Barron's,* September 8, 1986, p. 71.
"Smoother Ride in Convertibles: They're a Neat Hedge Against Higher or Lower Equity Prices". *Barron's,* March 6, 1989, pp. 26—27.
"The Preferred Approach". *Personal Investor,* June 1985, pp. 50—52.
Thompson, Terri. "The Reliability of a Bond, The Allure of a Stock". *U.S. News & World Report,* May 22, 1989, p. 77.
Weberman, Ben, and Jason Zweig. "The Mixed Bag—Convertible Bonds and Preferred". *Forbes,* June 27, 1988, pp. 222—223.
Wiles, Russ. "Convertible Crunch". *Personal Investor,* November 1988, pp. 53—57.
Willis, Clint. "Convertible Issues Can Reduce Your Investment Risks". *Money,* April 1988, p. 193.

ЧАСТЬ III

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: ценные бумаги с фиксированным доходом

Хотя временами инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом могут показаться обманчиво простыми, они могут представлять собой сложные и высокотехнологичные операции. Действительно, серьезным инвесторам, занимающимся облигациями, приходится иметь дело с различными видами доходности, возможностями досрочного погашения облигации *(call features)* и выкупными фондами *(sinking funds)*, спредами доходностей, будущей ценовой динамикой, конверсионными характеристиками, разнообразными показателями и типами облигационных своп-контрактов. Именно здесь в игру вступает компьютер. Сегодня имеется широкий спектр программного обеспечения для выполнения большинства математических и аналитических функций, с которыми приходится сталкиваться инвестирующим в инструменты с фиксированным доходом. В общем, такие инвесторы (вкладывающие деньги в облигации, конвертируемые инструменты и привилегированные акции) используют компьютеры, как правило, по одной или нескольким из следующих причин: 1) для выполнения основных операций оценки, т.е. проведения базовых сравнительных вычислений доходности (к примеру, ожидаемой доходности, будущей цены и фактической доходности); 2) для анализа альтернативных облигационных своп-контрактов и других стратегий торговли облигациями; 3) для управления портфелями облигаций и других ценных бумаг с фиксированным доходом, для построения, мониторинга и пересмотра того сегмента портфелей ценных бумаг, который составлен из инструментов с фиксированным доходом (см. часть VI). Конечно, многие из ориентированных на использование компьютера инвесторов имеют доступ к программам баз данных, которые они используют главным образом для ведения торговли, портфельного анализа и управления. Такого рода информационные базы обычно берутся либо из универсальной программы хранения и управления данными (например, *CompuServe* или *Dow Jones News/Retrieval*), которая в информационном разделе содержит статистику по компаниям и рынкам, связанную с ценными бумагами с фиксированным доходом, либо посредством использования интер-

фейсного программного обеспечения, которое связывает специальную программу анализа облигаций (например, описанную ниже *Bond Swap Analyzer*) с интерактивной *(on-line)* базой данных, предоставляющей оперативные сведения о котировках и другую информацию буквально по тысячам различных видов ценных бумаг с фиксированным доходом.

Приведенный ниже список представляет собой лишь небольшую выборку из доступных серьезному инвестору компьютерных программ по инструментам с фиксированным доходом.

- *Master Brain Bond Calculator* (*Decision Programming, 5640 Nicholson Ln., Suite 102, Rockville, MD 20852; 301/231-6393*; 175 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это многоцелевая программа, которая выполняет набор стандартных вычислений доходностей, отдач и цен; она может быстро (и на основе минимальных исходных данных) вычислить текущую и ожидаемую цены облигаций, объявленную доходность, доходность к моменту досрочного погашения, доходности до и после уплаты налогов, фактическую доходность, а также другие аналитические характеристики цен и доходностей для различных типов ценных бумаг с фиксированным доходом.
- *Yield Calculator (Technical Data Corp., 330 Congress St. Boston, MA 02210; 617/482-3341*; 375 долл.; компьютеры *Apple*, компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Программа, которая работает с самыми разнообразными видами ценных бумаг с фиксированным доходом, включая государственные, корпоративные, муниципальные, а также бумаги федеральных агентств, краткосрочные инструменты денежного рынка и бумаги, обеспеченные закладными; она вычисляет нормы отдачи в годовом выражении, эквивалентные доходности с учетом налогообложения, и различные показатели ожидаемой и фактической доходности.
- *CV Evaluator* (*Beta Systems Co., P.O. Box 1189, Boston, MA 02205; 617/861-1655*; 295 долл. в год; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Обновляемая база данных, включающая 500 конвертируемых облигаций и привилегированных акций, содержит рыночные котировки, рейтинговые оценки и показатели "бета". Вычисляет и оценивает различные показатели доходности и конвертации, а также стоимость конвертируемых инструментов, основанную на ожидаемой ценовой динамике базовых обыкновенных акций и поведении процентных ставок.
- *BondWare* (*Davidge Data Systems, 12 White St., New York, NY 10013; 212/226-3335*; 450 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это интегрированный пакет для анализа ценных бумаг с фиксированным доходом, состоящий из калькулятора доходностей, инструментария анализа портфеля и облигационных своп-контрактов. Программа выполняет вычисления доходности для любых типов ценных бумаг с фиксированным доходом; данные могут сохраняться в файлах или использоваться в модулях анализа портфеля или своп-контрактов. Модуль анализа портфеля вычисляет эффект ликвидации одного облигационного портфеля и покупки другого (до и после уплаты налогов). Эта программа также совместима в целях графического анализа с *Lotus 1-2-3*. Кроме выполнения разнообразных вычислений доходностей, цен, прибылей, программа также предусматривает доступ к базам данных по облигаци-

ям, подготовку таблиц и диаграмм доходности декомпозированных бескупонных облигаций.

- *The Bond Swap Analyzer* (*Technical Data Corp., 330 Congress St. Boston, MA 02210; 617/482-3341*; 1700 долл. плюс ежегодная стоимость обслуживания; компьютеры *Apple*, *IBM PC* и совместимые с ними). Эта программа определяет прибыльность и сравнительные нормы отдачи предполагаемых своп-сделок с облигациями; работает с большинством видов ценных бумаг с фиксированным доходом. Вычисляет цены/доходности, накопленный процентный доход и доход после уплаты налогов для каждого выпуска в предполагаемой своп-сделке; также находит сравнительные доходности и чистый выигрыш в результате проведения своп-сделок, исходя из установленного пользователем горизонта планирования и будущих доходностей альтернативных облигаций в своп-сделке. (Существует интерфейсное программное обеспечение для связи этой программы с интерактивной базой данных, обеспечивающей доступ к рыночной информации и обновляемым котировкам по широкому спектру инструментов с фиксированным доходом.)
- *Mortgage Backed Securities Calculator* (*Bond-Tech, Inc., P.O. Box 192, Englewood, OH 45322; 513/836-3991*; 250 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Программа для серьезных инвесторов, вкладывающих средства в облигации, обеспеченные закладными. Программа представляет собой гибкий и мощный инструмент анализа динамики доходностей этих бумаг при принятии ряда предположений о досрочном возврате долга. Программа анализирует историческую информацию о досрочной уплате и вычисляет доходность — эквивалентный показатель в полугодовом выражении. Программа позволяет выводить сложные математические формулы, применяемые для вычисления доходностей, цен и доходов по ценным бумагам, обеспеченным закладными.

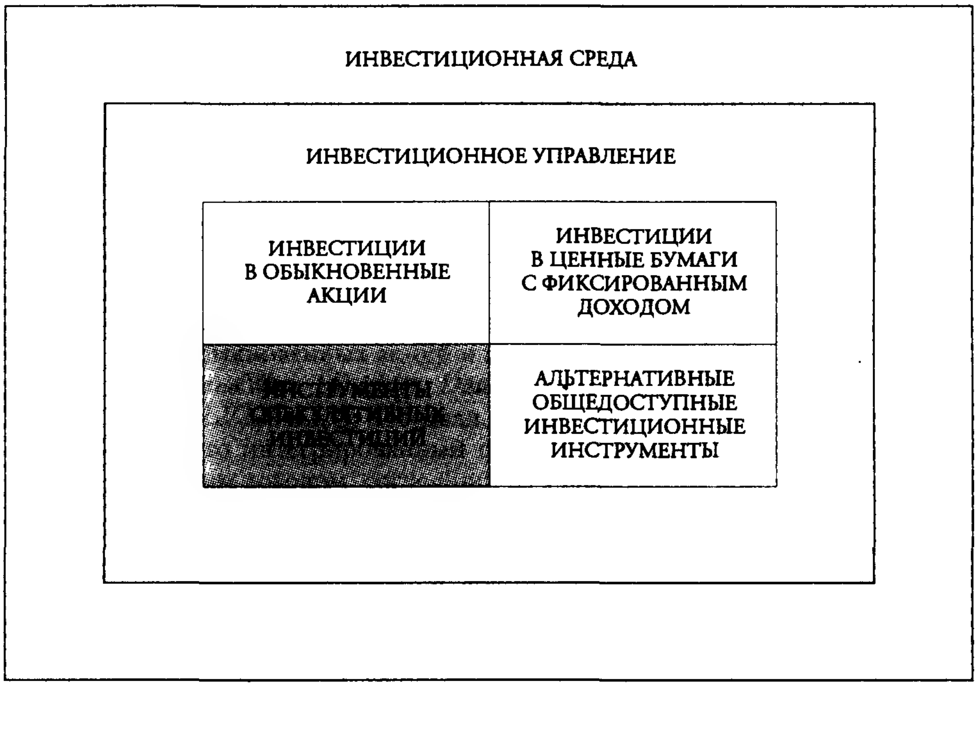
Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

ЧАСТЬ IV
ИНСТРУМЕНТЫ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Часть IV включает:

Глава 11. Опционы: “права”, варранты, опционы “пут” и “колл”

Глава 12. Инвестиции в реальные активы, товарные и финансовые фьючерсы



Глава 11
Опционы: "права", варранты, опционы "пут" и "колл"

Изучив эту главу, вы сможете:

- Описать основные особенности и инвестиционные преимущества акционерных "прав".
- Различать общие свойства и динамические характеристики варрантов.
- Объяснить влияние "эффекта рычага" на спекулятивную привлекательность варрантов и проанализировать торговые стратегии, с помощью которых можно получить максимальную прибыль от этих инструментов инвестиций.
- Объяснить природу опционов "пут" и "колл", причины их популярности среди индивидуальных и институциональных инвесторов, показать, как работают эти инвестиционные инструменты.
- Описать разновидности биржевых опционов, включая опционы "пут" и "колл" на акции, фондовые индексы, долговые ценные бумаги и иностранную валюту.
- Определить, что такое потенциал прибыльности опционов "пут" и "колл", а также соотношение риска и доходности этих опционов при использовании различных инвестиционных стратегий.

Когда инвесторы покупают обыкновенные или привилегированные акции, они становятся зарегистрированными обладателями ценных бумаг и приобретают все права и привилегии, проистекающие от владения собственностью. Инвесторы, приобретающие облигации или выпуски конвертируемых (обратимых) ценных бумаг, тоже пользуются определенными выгодами от владения собственностью. Однако инвесторы, приобретающие опционы, не получают ничего, кроме права впоследствии купить или продать другие ценные бумаги, т.е. **опцион** дает своему владельцу право купить или продать определенное количество соответствующих ценных бумаг по установленному курсу в течение определенного периода.

Опцион — *это вид ценной бумаги, который дает владельцу право купить или продать фиксированное количество соответствующих финансовых активов по определенному курсу в конкретный период.*

Тремя основными видами опционов являются: 1) "права"; 2) варранты (ордера); 3) опционы "пут" и "колл". Первый вид наименее привлекателен для среднего инвестора, а два последних пользуются сегодня значительной популярностью как привлекательные объекты торговли. Все эти ценные бумаги немного необычны, и потому их использование требует от инвестора специальных знаний. Основная задача настоящей главы состоит в анализе основных характеристик этих ценных бумаг и их привлекательности для инвесторов, а также в изучении того, как они могут быть использованы в различных видах инвестиционных программ.

"ПРАВА"

"Право" — *это опцион на право покупки доли нового выпуска обыкновенных акций по установленному курсу в течение определенного (довольно короткого) периода.*

"Право" — это специальный вид опциона краткосрочного характера со сроком действия не более нескольких недель. По существу, "права" возникают тогда, когда корпорации мобилизуют денежные средства путем нового выпуска обыкновенных акций. С точки зрения инвестора, "право" позволяет акционеру покупать акции нового выпуска по установленному курсу в течение определенного (довольно короткого) периода. Хотя этот вид опциона и не создан специально для спекулятивных целей или в качестве объекта торговли, *он имеет стоимость* и потому им не стоит пренебрегать, напротив, лишние "права" могут быть проданы на открытом рынке.

Особенности

Допустим, компания имеет 1 млн. обыкновенных акций в обращении и решила выпустить еще 250 тыс. шт. Она может сделать это с помощью предложения "прав", т.е. вместо прямой эмиссии новых обыкновенных акций выпустить в обращение "права" на покупку акций. Эти "права" могут быть впоследствии использованы их держателями для покупки акций нового выпуска. Такой механизм можно применять, если акционеры имеют право сохранить свою долю в собственности компании (оно должно быть зафиксировано в уставе компании. — *Прим. науч. ред.*), т.е. привилегию, известную как **преимущественное право**. Поскольку каждый акционер получает бесплатно одно "право" на каждую акцию, которой он в данный момент владеет, компания в нашем примере должна выпустить 1 млн. "прав", но в результате *за каждую новую акцию при ее покупке придется выложить по четыре "права".*

Преимущественное право — *это право существующих держателей акций сохранить свою долю в собственности фирмы.*

"Права" и привилегии

Курс исполнения (подписки) — *это курс, по которому будет продаваться новая обыкновенная акция держателям опционов; известен также как подписной курс.*

Поскольку в большинстве случаев "права" позволяют их владельцам покупать только долю в новом выпуске обыкновенных акций, для покупки одной новой акции требуется обычно два или более "прав". Курс новой акции обозначается в "праве". Он известен под названием **курса исполнения** (или **подписного курса**) и всегда устанавливается на более низком уровне, чем преобладающие на рынке курсы акций (этого же эмитента. — *Прим. науч. ред.*).

При покупке каждой новой обыкновенной акции инвестор должен был бы внести установленное число "прав" и уплатить оговоренный подписной курс наличными. "Права", не использованные до установленного срока, теряют свою ценность и просто перестают существовать. К сожалению, многие инвесторы просрочивают "права" и таким образом теряют свои деньги.

Стоимость "права"

"С правами" — *это период, в течение которого обыкновенная акция фирмы продается с приложенным к ней "правом".*

"Вне прав" — *это период, в течение которого обыкновенные акции и "права" на них продаются на отдельных рынках и не связаны друг с другом; называется также "без прав".*

Формально, точное измерение стоимости "права" зависит от того, продаются ли акции в период "с правами" или "вне прав". **"С правами"** означает, что обыкновенная акция продается вместе с прилагаемым к ней "правом", т.е. инвестор, приобретающий акции (старого выпуска этой компании. — *Прим. науч. ред.*) в течение данного периода, вместе с ними получает и "права". Когда старые выпуски продаются **"вне прав"**, это означает, что акции компании и "права" на них продаются на отдельных рынках и не связаны друг с другом*. Независимо от того, как продаются эти ценные бумаги, мы можем использовать следующую приблизительную формулу для измерения стоимости "права":

$$\text{Стоимость "права"} = \frac{\begin{matrix}\text{Рыночный курс акций} \\ \text{прошлого выпуска}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Подписной курс акций} \\ \text{нового выпуска}\end{matrix}}{\begin{matrix}\text{Количество "прав", необходимое} \\ \text{для покупки одной новой акции}\end{matrix}}.$$

Для иллюстрации того, как работает эта формула, мы продолжим приведенный ранее пример. Предположим, что преобладающий на рынке курс акций прошлого выпуска — 50 долл., а подписной курс каждой новой акции — 40 долл. Вспомним, что для покупки одной новой акции необходимо четыре "права" и 40 долл. Мы, таким образом, можем определить приблизительную стоимость "права":

$$\text{Стоимость "права"} = \frac{50-40}{4} = \frac{10}{4} = 2{,}50 \text{ долл.}$$

Каждое "право" в нашем гипотетическом примере будет иметь рыночную стоимость около 2,5 долл. (пока курс акций составляет 50 долл.).

---

* Термины "с правами" и "вне прав" означают даты, которые устанавливает компания для ограничения периода регистрации своих новых акционеров, купивших акции прежних выпусков. Наступление "вне прав" означает, что инвесторы, купившие акции старых выпусков в этот момент и позже, не получают "прав". Единственный путь для них — покупка самих "прав" у тех, кто не хочет ими воспользоваться самостоятельно. Поэтому возникающий рыночный оборот "прав" ставит проблему оценки их стоимости. (*Прим. науч. ред.*)

Инвестиционные преимущества

Главное инвестиционное свойство "права" — это то, что оно позволяет владельцу приобретать акции по сниженному курсу*. Оно также позволяет ему приобретать дополнительные акции *без уплаты комиссионных за покупку*. Хотя сбережения кажутся небольшими, не следует пренебрегать возможностью совершить свободные от комиссионных сборов сделки. Однако, исключая экономию на комиссионных, курс покупки акций будет столь же независим от того, покупаются ли акции "вне прав" или в результате применения "прав", т.е. стоимость "прав" плюс подписной курс (курс исполнения) акций будут как раз приблизительно равны рыночному курсу обыкновенных акций. К сожалению, "права" на акции обладают небольшими возможностями для прибыльной торговли. Сроки действия этих ценных бумаг просто слишком малы, а размах колебаний курсов слишком узок, чтобы служить источником ощутимой прибыли. Так что роль "прав" в портфелях активов индивидуальных инвесторов ограниченна и сводится к простой продаже ненужных "прав" или покупке их с целью сокращения комиссионных расходов при последующих сделках с акциями.

ВАРРАНТЫ (ОРДЕРА)

Варрант (ордер) — это вид опциона, который позволяет его держателю приобретать обыкновенные акции и который, так же как и "права", возникает только в корпорационном секторе фондового рынка. Порой варранты могут быть использованы для покупки привилегированных акций или даже облигаций, но основным объектом покупки с помощью варрантов являются обыкновенные акции.

Что такое варрант?

Варрант — *это долгосрочный опцион, который дает владельцу право купить акцию у компании по курсу, обозначенному в самом варранте.*

Варрант — это долгосрочный опцион. Действительно, из всех видов опционов варранты имеют самый продолжительный срок действия, доходящий до 5, 10 или даже 20 лет и более, некоторые из них вообще не имеют срока погашения. Они не дают владельцу права голоса, не приносят дивидендов, а также не дают оснований притязать на активы компании. Все, что дает варрант своему владельцу, — так это возможность косвенным образом участвовать в результатах рыночной динамики компании—эмитента обыкновенных акций и таким образом получать определенный прирост капитала. *Динамика курсов и рост стоимости портфеля акций — единственные возможности получения дохода от варрантов.*

Общие свойства

Варранты созданы для повышения привлекательности выпускаемых облигаций или для смягчения условий долга. В этих целях компания, выпускающая облигации, иногда дополняет их варрантами, позволяющими держателю купить установленное количество акций по оговоренному курсу в любое

* Курс исполнения (или подписной курс) в этом случае, как и во всяком опционе, имеет льготный характер. Эмитент специально устанавливает курс исполнения в "праве" ниже текущего рыночного по старым выпускам, чтобы заинтересовать инвесторов в новом выпуске, ускорить и облегчить его размещение. (*Прим. науч. ред.*)

Дата истечения срока опциона — *это срок, после которого заканчивается действие варранта.*

Курс исполнения — *это обозначенный в варранте курс, по которому может быть приобретена обыкновенная акция.*

время в пределах установленного периода. Один варрант обычно позволяет его держателю купить одну акцию целиком, хотя иногда возможно приобретение более чем одной акции за варрант, а в редких случаях — лишь части акции. Продолжительность действия варранта ограничивается **датой истечения срока опциона**, а курс приобретения акции, установленный в варранте, называют **курсом исполнения опциона**.

Варранты выпускаются всеми типами компаний — от первоклассных до в высшей степени спекулятивных. Поскольку варранты привязаны к выпуску новых акций, их доходность формируется примерно так же, как и у обыкновенных акций. Они приобретаются через брокерские конторы, и на них распространяются комиссионные и трансакционные издержки (аналогично обыкновенным акциям). Варранты обычно вносятся в перечень ценных бумаг (курсовой бюллетень) вместе с обыкновенными акциями данного эмитента, но их котировку легко отличить, так как они обозначаются буквами *wt*, стоящими после названия компании. Например, котировка варрантов "Федерал нэшнл моргидж" на рис. 11.1 выделена с помощью темного фона. Обратите внимание на то, что рыночная информация о варрантах представлена так же, как и для любых других обыкновенных акций, кроме, конечно, информации о дивидендах, текущей доходности или коэффициента "кратное прибыли" (*P*/*E*).

Преимущества и недостатки

"Эффект рычага" — *это концепция, согласно которой заемный капитал используется, для уменьшения размера собственного капитала, необходимого для данных инвестиций, в целях увеличения таким образом доходности.*

Варранты предлагают инвесторам ряд преимуществ, одно из которых — следование за динамикой курсов обыкновенных акций, с которыми они связаны. Такое, подобное акциям, поведение обеспечивает инвестору еще один альтернативный способ извлечения прироста капитала с помощью нового выпуска акций. Вместо того чтобы покупать акции, инвестор может приобрести варранты на эти акции; действительно, такая практика может быть даже более прибыльной, чем вложение капитала непосредственно в акции. Другое преимущество заключается в относительно низкой стоимости одного варранта и возможности использования "эффекта рычага" благодаря низкой стоимости варранта. Концепция **"эффекта рычага"** основывается на принципе сокращения размера необходимого в данной инвестиционной позиции капитала без снижения доходов по ценным бумагам и утраты потенциального повышения стоимости инвестиций (прироста капитала). Другими словами, инвестор может использовать варранты, чтобы приобрести определенную долю в акционерном капитале компании при значительно более скромном вложении капитала и таким способом ***приумножить доходность***, поскольку варрант, по существу, обеспечивает такой же прирост капитала, как и более дорогие обыкновенные акции. Наконец, малая стоимость самого варранта (по сравнению с обыкновенной акцией, на покупку которой он дает льготное право. — *Прим. науч. ред.*) также означает и более низкий риск от возможного падения курсов. По существу, небольшая стоимость единицы инвестиций просто означает меньшие потери в случае обесценения капитала. Например, курс 50-долларовых акций может в результате депрессии на рынке упасть до 25 долл., но вовсе не очевидно, что курс 10-долларовых варрантов упадет в сопоставимых размерах.

У варрантов существуют, однако, и некоторые недостатки. Один из них заключается в том, что варранты некоторым образом необычны и, следователь-

	52 Weeks Hi	Lo	Stock	Sym	Div	Yld %	PE	Vol 100s	Hi	Lo	Close	Net Chg
↓	13	9½	FMC Gold	FGL	.05e	.5	10	106	9⅞	9⅜	9⅜	– ¼
	32	28½	FPL Gp	FPL	2.28	7.2	10	1997	31⅝	31⅛	31½	+ ¼
	17⅞	9¾	Fairchild	FEN	.20	1.1	27	584	17¾	17⅝	17⅝	...
↓	42	36½	Fairchild pf		3.60	9.9	...	14	36½	36¼	36½	...
	7¾	4⅞	Fairfield	FCI		...	35	133	6½	6¼	6⅜	+ ⅛
	16	10	FamDollr	FDO	.36	3.2	12	959	11⅛	10⅞	11⅛	+ ⅛
	13½	9⅜	Fansteel	FNL	.40	3.4	55	71	11⅞	11⅝	11⅝	– ⅛
	11½	7⅜	FarWestFnl	FWF	.40	3.9	7	19	10⅝	10⅜	10⅜	– ⅛
	12⅝	7¼	Farah Inc	FRA		...	...	213	11⅝	11⅝	11⅝	...
	12	7⅞	FaysDrug	FAY	.20b	1.7	16	310	12	11⅝	11⅝	– ¼
	17⅝	7⅝	Fedders	FJQ	.40	2.3	16	482	17¼	17	17⅛	– ⅛
	56⅜	38⅞	FedlExp	FDX		...	12	2282	46⅛	45⅞	45⅞	– ¼
↑	69⅞	45½	FedlHmLoan pf			...	...	11849	70½	68¼	69⅝	+ ⅜
	57¼	36¾	FedlMogul	FMO	1.84	3.4	18	330	54¼	54	54¼	+ ⅛
↑	77⅜	34⅞	FedlNMtg	FNM	1.28	1.6	11	13381	80⅛	76⅞	80⅛	+2¾
↑	**36¼**	**7⅝**	**FedlNMtg wt**			**...**	**...**	**9192**	**39½**	**35¾**	**39¼**	**+3**
s	28⅛	16⅞	FedlPapBd	FBO	.80	3.2	6	766	25½	25	25¼	+ ¼
	52½	39	FedlPapBd pf		2.87	5.9	...	28	48½	48	48½	+ ¼
	24¼	20	FedlRlty	FRT	1.40	5.9	38	30	24	23⅝	23¾	– ¼
	26	15	FedlSgnl	FSS	.84b	3.2	13	90	26	25⅝	25⅞	...
	50⅝	29⅝	Ferro	FOE	.84	1.7	14	2959	49⅛	48¼	48¾	+ ¼
n↓	35⅝	32½	Fiat	FIA		...	...	5	32¼	32¼	32¼	– ¼
↓	21½	21	Fiat pf			...	...	5	20¾	20¾	20¾	– ¼
↓	21⅝	21¼	Fiat pfA			...	...	2	21	21	21	– ¼
	27½	16¼	Fieldcrst	FLD	.68	2.5	17	490	27	26⅜	27	+ ½
	10⅛	6⅞	Filtertek	FTK	.44	5.8	10	248	7⅞	7½	7⅝	– ⅛
	18½	11⅞	FnlNewsFd	FIF	.81e	4.4	...	35	18½	18¼	18½	+ ⅛
	5⅝	1½	FnlCpSBar	FSB		...	...	8	2⅜	2¼	2¼	...
	16	12¾	FineHomes	FHI	2.25	14.8	12	48	15⅜	15⅛	15¼	+ ⅛

РИС. 11.1. Котировка курсов акций, дающая информацию о варранте

Варранты перечислены в курсовом бюллетене среди обыкновенных акций, но они легко различимы — достаточно заметить буквы *wt* после наименования компании. *(Источник: The Wall Street Journal.)*

но, требуют от инвестора специальных знаний. Другим недостатком является тот факт, что на варранты не выплачиваются дивиденды, т.е. инвесторы теряют текущие доходы. И поскольку эти ценные бумаги обычно имеют дату истечения срока, инвестор только в течение определенного периода может уловить тот тип динамики курсов, который ему подходил бы. Если с долгосрочными варрантами таких проблем может и не быть, то краткосрочные бумаги (сроком от одного до двух лет и менее) могут стать для него источником забот.

Особенности варрантов

Для инвесторов особенно важны три аспекта, связанных с варрантами: 1) курс исполнения данного выпуска; 2) стоимость варранта; 3) сумма премии. Эти характеристики не только влияют на поведение курсов варрантов и доходов от них, но также учитываются при разработке подходящей инвестиционной стратегии.

ТАБЛИЦА 11.1 Некоторые свойства варрантов

Эмитент	Рынки, на которых происходят торги	Курс исполнения (в долл.)	Окончание срока действия опциона
"*АМ* интернешнл"	*AMEX*	5,83	2/97
"Ассикс интернешнл"	*NASDAQ*	5,75	7/91
"Атлас корпорейшн"	*AMEX*	15,63	None
"Бритиш петролеум" *(ADR)*	*NYSE*	80,00	1/93
"Селл текнолоджи"	*NASDAQ*	8,00	8/92
"Федерал нэшнл моргидж ассошиэйшн"	*NYSE*	44,25	2/91
"Глобал мэрин"	*NYSE*	3,00	2/96
"Хэлси драгс"	*AMEX*	1,90	3/91
"Хэнсон *plk*" *(ADR)*	*NYSE*	18,00	9/94
"Интел"	*NASDAQ*	26,67	5/95
"Мэнвилл корп."	*NYSE*	9,40	6/96
"МакДермот интернешнл"	*NYSE*	25,00	4/90
"Нешнл семикондактор"	*NYSE*	22,25	5/92
"Нэвистар интернешнл"	*NYSE*	5,00	12/93
"Ример фудз"	*AMEX*	17,50	10/92

Примечание. Все эти варранты позволяют их держателю купить одну акцию (или иностранную акцию в форме американской депозитарной расписки) по установленному курсу исполнения.

Курс исполнения

Курс исполнения — это объявленный курс, который владелец варранта должен оплатить, чтобы приобрести лежащую в основе варранта акцию. Это не что иное, как курс акции, по которому ее покупают в компании в том случае, когда варрант используется для покупки акции, т.е. когда опцион "исполняется". Обычно курс исполнения остается неизменным на протяжении срока действия данной бумаги (варранта. — *Прим. науч. ред.*), но некоторые варранты могут предусматривать увеличение или снижение курса исполнения, по мере того как приближается срок истечения самого варранта. Кроме того, курс исполнения варранта автоматически будет корректироваться в случае дробления акций или выплаты дивидендов акциями. Таблица 11.1 показывает некоторые свойства варрантов, продающихся на таких биржах, как Нью-Йоркская, Американская фондовая, а также в системе внебиржевой торговли акциями в рамках *NASDAQ*. Обратите внимание на то, как курс исполнения может колебаться — от менее чем 10 долл. до 50 долл. и выше. Как мы увидим далее, реальное значение курса исполнения выявляется, когда он рассматривается по отношению к текущему рыночному курсу соответствующих обыкновенных акций, поскольку именно это отношение определяет стоимость и приводит в движение ***рыночный курс варранта.***

Стоимость

Варранты обладают стоимостью независимо от того, равен рыночный курс соответствующих обыкновенных акций курсу исполнения варранта или превышает его. Эта стоимость определяется следующим образом:

$$\text{Стоимость варранта} = (M - E) \times N,$$

где M — преобладающий текущий рыночный курс обыкновенной акции;
E — курс исполнения варранта;
N — количество акций, которые могут быть куплены на один варрант (если один варрант позволяет держателю купить одну акцию, то $N = 1$, если же одну акцию можно купить только за два варранта, то $N = 0{,}5$ и т.д.).

Эта формула показывает, какой *должна быть* рыночная стоимость варранта при заданных рыночных курсах и курсах исполнения и известном количестве акций, которые могут быть приобретены на один варрант. В качестве примера рассмотрим варрант, в котором обозначен курс исполнения в 40 долл. за акцию и который позволяет владельцу приобрести одну акцию на варрант. Если текущий рыночный курс обыкновенных акций составляет 50 долл. за штуку, то варрант следовало бы оценить в 10 долл. каждый:

Стоимость варранта = (50 долл. – 40 долл.) × 1 = 10 × 1 = 10 долл.

Очевидно, что, чем больше разрыв между рыночным курсом и курсом исполнения, тем выше рыночная стоимость варранта. И пока рыночный курс акции равен или превышает курс исполнения, а условия обмена составляют 1 к 1 (т.е. на один варрант можно приобрести одну обыкновенную акцию), стоимость варранта прямо зависит от динамики курсов обыкновенных акций. Так, при прочих равных условиях если курс акции возрастает (или падает) на 2 долл., то и стоимость варранта будет вести себя так же.

Премия

Премия на варрант — *это разность между истинной стоимостью варранта и его рыночным курсом.*

Наша формула показывает, как следовало бы оценивать варранты, но на свободном рынке они редко оцениваются именно таким образом; вместо этого рыночный курс варранта неизменно *превышает* его расчетную (или истинную) стоимость. Это происходит тогда, когда варранты с отрицательной стоимостью продаются по курсам, превышающим нулевую отметку, а также когда варранты с положительным значением стоимости продаются по еще более высоким рыночным курсам (например, когда варрант, оцененный в 10 долл., продается за 15 долл.). Такое расхождение известно как **премия на варрант** и имеет место постольку, поскольку варранты обладают спекулятивной ценностью. Как правило, размер премии, зафиксированный в рыночном курсе варранта, прямо зависит от срока истечения этого опциона и от колебаний курсов лежащих в его основе обыкновенных акций, т.е. чем дольше срок действия варранта и чем более неустойчивы курсы акций, тем выше размер премии. Однако размер премии имеет тенденцию к уменьшению по мере того, как стоимость варранта увеличивается. Это можно увидеть на рис. 11.2, который иллюстрирует типичную динамику премий на варранты. Премию легко определить: достаточно взять разницу между стоимостью варранта (рассчитанную по приведенной выше формуле) и его рыночным курсом. Например, премия на варрант составляет 5 долл., если он имеет стоимость 10 долл., а продается за 15 долл. Мы также можем перевести сумму премии в процентное выражение, разделив эту сумму в долларах на истинную (расчетную) стоимость варранта. В нашем примере премия на 15-долларовый варрант составляет 50% (5 долл. : 10 долл. = 0,5). Премии на варранты могут иногда быть значительными; на практике премии в 20—30% и более не столь необычны.

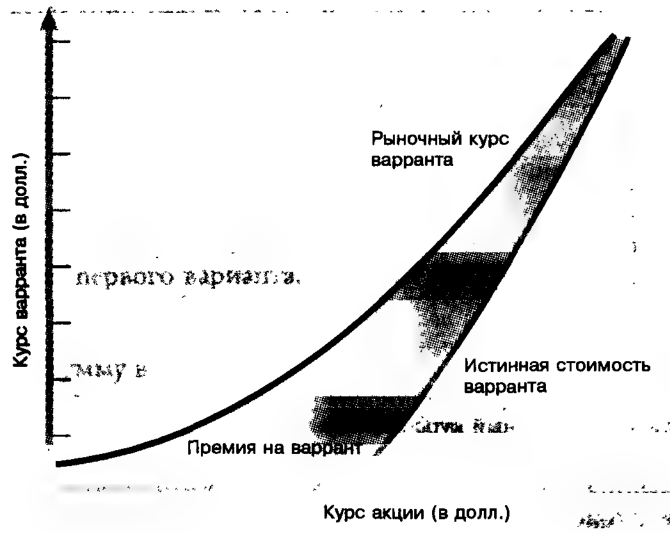


РИС. 11.2. Обычный тип курсовой динамики при образовании премии на варрант

Заметьте, что так как курс лежащей в основе варранта обыкновенной акции возрастает, то сумма премии как часть рыночного курса самого варранта имеет тенденцию к уменьшению, хотя никогда полностью не исчезает.

Торговые стратегии

Поскольку привлекательность варрантов для инвесторов заключается в возможности получения прироста капитала, они используются главным образом как альтернатива вложению капитала в обыкновенные акции. Посмотрим на стратегию торговли варрантами и основные пути выгодного использования этих ценных бумаг инвесторами.

Принципы динамики курса варрантов

Предположим, инвестор Оливия Уайтхед обнаружила компанию, которая, на ее взгляд, будет устойчиво развиваться в обозримом будущем. Оливия хотела бы вложить деньги в эту компанию, так как обладает свободным капиталом. Будучи проницательным инвестором и интересуясь альтернативными возможностями инвестиций, она узнала, что фирма выпустила в обращение варранты. В таких условиях следовало бы оценить *и* акции, *и* варранты до того, как принять решение об инвестировании. Подобный сценарий показывает некоторые важные основополагающие правила для инвесторов. Инвесторам следовало бы: 1) определить до того, как принять решение, существуют ли альтернативные варианты вложений средств; 2) знать, что основное инвестиционное направление использования варранта, по крайней мере для непрофессионального индивидуального инвестора, состоит в том, чтобы использовать варрант в качестве заменителя обыкновенной акции.

Поскольку варранты обладают относительно низкой стоимостью за единицу, им свойственны гораздо более выраженная неустойчивость курсов и способность приносить более высокие нормы доходности инвестиций, чем при

прямом вложении денег в соответствующие обыкновенные акции. Рассмотрим обыкновенные акции и варранты одной и той же компании. Допустим, в настоящее время курс одной обыкновенной акции составляет 50 долл., а курс исполнения одного варранта, обменивающегося на акции в пропорции 1 : 1, составляет 40 долл. (здесь мы абстрагируемся от премии). Из нижеследующей таблицы видно, что произойдет, когда курс акций возрастет на 10 долл.:

	Обыкновенная акция	**Варрант**
Курс выпуска *до* его роста	50 долл.	10 долл.
Приращение курса акций	10 долл.	—
Курс выпуска *после* увеличения	60 долл.	20 долл.
Приращение рыночной стоимости	10 долл.	10 долл.
Доходность за период владения (приращение стоимости/ /начальный курс выпуска)	20%	100%

Тот факт, что варранты обеспечивают норму прибыли в 5 раз большую, чем обыкновенные акции, объясняется тем, что оба выпуска движутся параллельно (их курсы изменяются в одинаковом направлении. — *Прим. науч. ред.*) и при этом варрант имеет более низкую стоимость за единицу.

В нашем примере доходность за период владения используется для оценки ценных бумаг при временнóм горизонте инвестиций, равном одному году или менее, тогда как на практике приблизительную доходность по таким бумагам можно было бы использовать для оценки при горизонте инвестиций более одного года. Конкретнее доходность за период владения *(HPR)* для варранта можно определить так:

$$HPR = \frac{\text{Курс продажи варранта} - \text{Курс покупки варранта}}{\text{Курс покупки варранта}}.$$

Доходность за период владения для варрантов из приведенного выше примера равна:

$$HPR = \frac{20\ \text{долл.} - 10\ \text{долл.}}{10\ \text{долл.}} = \frac{10\ \text{долл.}}{10\ \text{долл.}} = 100\%.$$

Если же мы примем трехлетний горизонт инвестиций, то приблизительная доходность от сделок будет равна:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{\dfrac{\text{Курс продажи варранта} - \text{Курс покупки варранта}}{\text{Горизонт инвестиций (лет)}}}{\dfrac{\text{Курс продажи} + \text{Курс покупки}}{2}} =$$

$$= \frac{\dfrac{20\ \text{долл.} - 10\ \text{долл.}}{3}}{\dfrac{20\ \text{долл.} + 10\ \text{долл.}}{2}} = \frac{3{,}33\ \text{долл.}}{15\ \text{долл.}} = 22{,}2\%.$$

Обратите внимание на то, что в обоих случаях — и при расчете *HPR*, и при расчете приблизительной доходности — мы игнорировали дивиденды, поскольку владельцам варрантов они не выплачиваются.

Операции с варрантами

Операции с варрантами обычно идут в соответствии с двумя разными подходами: 1) использование "эффекта рычага", встроенного в варранты, с целью преумножения доходности; 2) использование низкой стоимости варрантов для сокращения размера самих инвестиций и уменьшения потерь. Первый вариант, очевидно, более спекулятивен, тогда как второй имеет значительные достоинства, представляя собой потенциально более консервативную стратегию. Представленный выше пример можно использовать для иллюстрации первого варианта, который предполагает стремление к наращиванию доходности. Очевидно, что если инвестор желает вложить в акции 5000 долл. и ставка делается на увеличение курсов, то целесообразно вложить эту сумму в варранты. Дело в том, что 5000 долл., вложенные в обыкновенные акции, позволяют приобрести 100 акций (5000 долл. : 50 долл.= = 100), которые принесут только 1000 долл. прироста капитала (10 долл. прибыли на акцию × 100 акций), тогда как те же 5000 долл., вложенные в более дешевые варранты, позволят приобрести 500 единиц этих ценных бумаг (5000 долл. : 10 долл. = 500). В результате прирост капитала составит 5000 долл. (10 долл. прибыли на варрант × 500 варрантов). Таким образом, обыкновенные акции будут иметь 20%-ю доходность за период владения *(HPR)*, тогда как доходность варрантов составит 100%.

Главные недостатки такого подхода заключаются в том, что инвестор не получает дивидендов и повышение курсов должно непременно произойти до того, как истечет срок действия варранта. Самый большой риск в такого рода инвестициях — возможные потери. Представим, что курс акций в нашем примере упадет на 10 долл., тогда держатель варранта останется ни с чем при предположении, что курс варранта упадет почти до нуля (на 10 долл.) при отсутствии премии на варрант. Напротив, если были куплены акции, то в этой ситуации их курс упадет "только" до 40 долл., а держатель акций все еще будет иметь в своем распоряжении оставшиеся 4000 долл.

Один из способов уменьшения риска потерь заключается в выборе более консервативного варианта инвестиций (и в следовании второму варианту операций). Это можно сделать, покупая именно столько варрантов, сколько необходимо, чтобы получить тот же уровень прироста капитала, который был бы доступен при покупке обыкновенных акций. Возвращаясь опять к нашему примеру и принимая во внимание, что мы имеем дело с опционами, содержащими пропорцию исполнения "один к одному", мы устанавливаем, что инвестору было бы необходимо приобрести только 100 варрантов, чтобы получить такой курсовой доход, как и в случае покупки 100 акций. Так, вместо того чтобы покупать акции стоимостью 5000 долл., инвестору для получения того же прироста капитала необходимо купить варрантов только на 1000 долл. Если акции будут вести себя, как и ожидается, то держатель варрантов получит 100%-ю доходность за период владения (как подсчитано выше), т.е. тот же прирост капитала, как и от акций, а именно 1000 долл. Но поскольку на все это потребуется значительно меньше капитала, то инвестор не только получает более высокую доходность от варрантов, но и уменьшает риск потерь. В данном случае, если курс акций упадет больше чем на 10 долл., то держатель не может потерять более 1000 долл., хотя и это маловероятно, поскольку премия, возможно, сохранит курс на уровне выше нуля. Если же курс акций упадет более чем на 10 долл. за штуку, то держатель варрантов опять потеряет не более 1000 долл., тог-

да как держатель акций может потерять даже больше (в зависимости от степени падения курса акций).

Выбор ценных бумаг: решающий момент

Независимо от того, как варранты используются инвесторами, выбор ценных бумаг остается решающим моментом в инвестиционном процессе, поскольку курсовая динамика соответствующих обыкновенных акций является ключевым элементом в определении перспектив изменения курсов варрантов. Важно, чтобы инвестор убедился в том, что *обыкновенные акции* действительно имеют тот потенциал изменения курсов, который удовлетворял бы его ожидания. В техническом плане для достижения оптимальной курсовой динамики необходимо, чтобы рыночный курс акций равнялся или превосходил курс исполнения, установленный в варранте. Если ценовой потенциал обыкновенных акций и курс исполнения варрантов тщательно оценены, вопрос о том, что выбрать — акции или варранты, сводится к анализу доходности, возможного риска потерь и предпочтений инвестора.

Использование "эффекта рычага" и значение фактора времени

До сих пор мы предполагали, что динамика курсов варранта не подвергается воздействию внешних переменных. Такое предположение хотя и удобно, но не вполне верно, так как и "эффект рычага", и защита от возможного риска падения курсов являются функциями рыночного курса варранта. В частности, чтобы добиться максимального курсового дохода, обычно рекомендуется использовать выпуски ценных бумаг с наиболее низким курсом. При прочих равных условиях, чем ниже курс варранта, тем больше потенциал "эффекта рычага"*. По мере роста курса варранта не только становится все меньше и меньше возможность приращения доходности, но и возрастает риск потери капитала. Рассмотрим, например, акцию с курсом 40 долл. и варрант с курсом 5 долл. (варрант в данном случае имел бы курс исполнения 35 долл.). Если курс акции увеличивается на 40 долл., то она будет обеспечивать 100%-ю доходность по мере движения ее курса к новому уровню в 80 долл. Курс варранта в этом случае возрастет до 45 долл. и обеспечит 800%-ю доходность. Заметьте, однако, что когда курс акции достигнет 160 долл., а затем увеличится еще на 40 долл. (достигая 200 долл. за акцию), то доходность составит лишь 25%. Но при таких условиях варрант имел бы курс 125 долл., который двигался бы к уровню в 165 долл., обеспечивая доходность всего 32%.

Ясно, что по мере роста его курса *варрант все в большей степени начинает вести себя как соответствующая обыкновенная акция.* Наш варрант в 125 долл. более не имеет низкой стоимости за единицу, "эффект рычага" на него и норма доходности более не отличаются существенно от соответствую-

---

* Применительно к варрантам термин "рычаг" имеет несколько иную окраску, чем широко распространенный в мировом финансовом языке термин "финансовый рычаг". В данном случае рычаг обозначает способность варранта приносить гораздо более высокую доходность, поскольку при низких стартовых затратах на него варрант сверхчувствителен к динамике курсов обыкновенных акций. "Плечо рычага", т.е. собственно инструмент для достижения искомой цели — доходности инвестиций, заключается в низкой стоимости самого варранта. В случае "*финансового* рычага" роль такого "плеча" выполняет заемный капитал, помогающий значительно увеличить доходность собственного капитала. (*Прим. науч. ред.*)

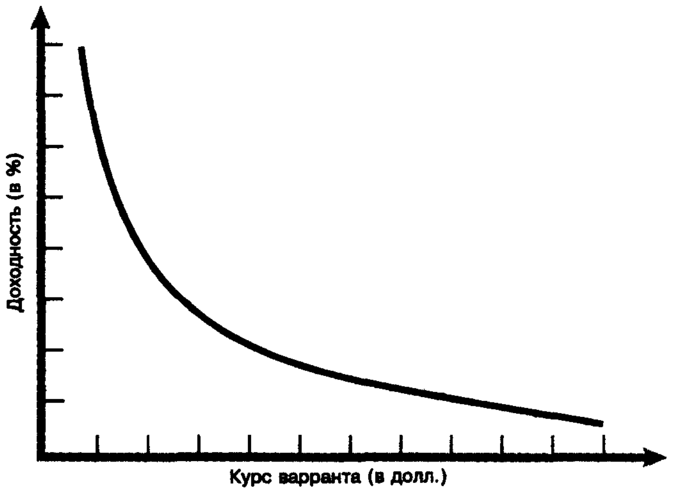


РИС. 11.3. Стандартная динамика доходности варрантов

Как правило, варранты, оцениваемые более высоко, обеспечивают более низкую доходность, так как в этом случае "эффект рычага" ниже, чем у варрантов с более низким курсом.

щих характеристик обыкновенных акций, а риск потери капитала из-за падения курса может теперь стать значительным. Рисунок 11.3 показывает, как динамика доходности варранта зависит от его курса. Форма кривой ясно показывает, что доходность варранта резко падает в результате роста его рыночного курса. Конечно, и низкий курс варранта сам по себе не гарантирует успеха, но очевидно, что он более желателен, чем высокий курс за единицу, поскольку *позволяет инвестору одновременно уловить все выгоды от неустойчивости курсов акций и сократить риск от их падения.*

ОПЦИОНЫ "ПУТ" И "КОЛЛ"

Производные ценные бумаги — *это такие ценные бумаги, как опционы "пут" и "колл" и другие опционы, чья стоимость является производной от динамики курсов лежащих в их основе финансовых активов.*

Продолжительность существования, или срок действия, опционов "пут" и "колл" обычно гораздо *длиннее,* чем у "прав", но значительно *короче,* чем у варрантов. Как правило, обычная продолжительность действия опционов "пут" и "колл" составляет от 30 дней до 8 месяцев или около того, а изредка доходит и до одного года. Обычно относимые к так называемым **производным ценным бумагам** (поскольку их стоимость *производна* от динамики курсов лежащих в их основе финансовых активов) опционы во многом напоминают варранты: в той степени, в какой они обеспечивают заманчивые спекулятивные сферы применения, обладают привлекательным потенциалом "эффекта рычага" и могут представлять собой хорошую альтернативу прямым инвестициям в обыкновенные акции. Хотя долгое время опционы "пут" и "колл" почти исключительно использовались для операций с обыкновенными акциями, к концу 1981 г. произошли драматические изменения на этом рынке, после чего начались операции с другими видами опционов. Сегодня инвесторы могут использовать опционы "пут" и "колл" для операций с:

- обыкновенными акциями;
- фондовыми индексами;
- долговыми инструментами;
- иностранной валютой;
- товарными и финансовыми фьючерсами.

Как мы увидим позже, хотя лежащие в основе этих опционов финансовые активы могут изменяться, их основные черты и характер поведения на рынке во многом одинаковы.

Определения и особенности

Одним из феноменов рынка 70-х годов было успешное функционирование и популярность среди инвесторов акционерных опционов на акции — опционов "пут" (на продажу) и "колл" (на покупку) на обыкновенные акции. К началу 80-х годов интерес к подобным опционам упал и переключился на другие виды финансовых активов, что послужило главным фактором возникновения таких опционов, как процентные, валютные, индексные и опционы на фьючерсный контракт. Неудивительно, что популярность рынка опционов проистекает из того, что инвесторы могут приобрести партию ценных бумаг, подверженных курсовым колебаниям, на ограниченную сумму капитала, подвергаясь в то же время незначительному риску.

Обращающиеся инструменты

Опционы "пут" и "колл" являются обращающимися инструментами, выпускаемыми "на предъявителя". Они позволяют их держателю купить или продать установленные количества определенных ценных бумаг по установленной цене. (Например, опцион "пут" или "колл" на обыкновенные акции обеспечивает возможность операций со 100 акциями определенной компании.) Опцион "пут" позволяет держателю продать лежащую в его основе ценную бумагу по установленному курсу в течение определенного периода. Опцион "колл", напротив, дает держателю право купить ценные бумаги по установленному курсу в пределах определенного периода. Опционы "пут" и "колл" обладают ценностью, поскольку позволяют держателю получать выигрыши от динамики курсов соответствующих финансовых активов. Как и в случае с другими опционами, на них не выплачиваются текущие проценты или дивиденды, они не дают права голоса или привилегий на право собственности.

Опцион "пут" — *это обращающийся финансовый инструмент, который дает возможность держателю продать лежащую в его основе ценную бумагу по установленному курсу в течение установленного периода.*

Опцион "колл" — *это обращающийся финансовый инструмент, который дает держателю право приобрести лежащие в его основе ценные бумаги по установленному курсу в пределах определенного периода.*

Торговля опционами "пут" и "колл" ведется на фондовых биржах и в *значительно меньшем* масштабе — на внебиржевом рынке ценных бумаг. Они обеспечивают привлекательные возможности использования "эффекта рычага", поскольку имеют сравнительно низкие курсы, по крайней мере относительно рыночных курсов лежащих в их основе финансовых активов. Для примера рассмотрим опцион "колл" (на покупку) на обыкновенные акции, который дает держателю право купить 100 шт. 50-долларовых акций (имеется в виду текущий рыночный курс акций. — *Прим. науч. ред.*) по курсу, скажем, 45 долл. за штуку. Акции стоили бы инвестору по 50 долл., а опцион "колл" был бы продан по фактическому курсу в 5 долл. (разность рыночного курса обыкновенной акции и курса, по которому она может быть куплена по условиям опциона). Однако поскольку один опцион на акции

включает 100 акций, реальный рыночный курс нашего 5-долларового опциона "колл" составит 500 долл., т.е. 5 долл. × 100 акций = 500 долл. И соответственно если рыночный курс обозначенных в опционе акций поднимется на 10 долл. за штуку, стоимость нашего опциона на акции возрастет на сумму в 100 раз большую, чем этот прирост курса, или на 1000 долл.!

Продавец против покупателя

Поставщик опциона (мэйкер) — *это лицо или институт, которые составляют и выписывают опционы "пут" и "колл"; их также называют андеррайтерами опционов.*

Опционы "пут" и "колл" — единственный в своем роде тип ценных бумаг, поскольку они *не* выпускаются теми институтами, которые являются эмитентами лежащих в их основе акций и облигаций. Напротив, опционы "пут" и "колл" *создаются инвесторами.* Это делается так. Предположим, один человек хочет продать другому право на покупку 100 обыкновенных акций. Этот человек должен был бы *продать* опцион "колл". Лицо или институт, продающие опцион, известны как **поставщик (мэйкер)**, или **андеррайтер***. Поставщик опциона имеет право получать некую цену за опцион "пут" или "колл" (за вычетом умеренных комиссионных и других трансакционных издержек). Опционы "пут" или "колл" представляют собой в настоящее время полноценные финансовые активы и продаются на открытом рынке, как и любая другая ценная бумага. Опционы "пут" и "колл" поставляются (продаются или выписываются) и покупаются через брокеров и дилеров, а также активно обращаются на вторичном рынке. Андеррайтер опциона (мэйкер) всегда сохраняет свои обязательства по опциону, т.е. независимо от того, сколько раз опцион был продан и кто является его владельцем сейчас, поскольку именно *андеррайтер (поставщик) опциона* должен покупать или поставлять инвестору акции и другие финансовые активы в соответствии с условиями опциона.

Опционы "пут" и "колл" продаются с разными целями, многие из которых мы рассмотрим позднее. Здесь же следует сказать, что продажа опционов может быть жизнеспособной стратегией вложения средств и прибыльным направлением деятельности, поскольку чаще всего *опционы остаются неисполненными в положенный срок.* Но когда опционы приносят успех, он обычно бывает большим. В результате инвесторы склоняются к покупке подобных ценных бумаг, ориентируясь на эти их стороны — прибыль, которую они приносят, их низкую цену и спекулятивную природу. По существу, покупатели опционов "пут" и "колл" готовы охотно вкладывать свой капитал в обмен на право участвовать в игре курсов лежащих в их основе ценных бумаг, уплачивая при этом низкую цену и подвергаясь незначительному риску.

Как действуют опционы "пут" и "колл"

Теперь давайте вкратце ознакомимся с тем, как действуют опционы "пут" и "колл" с точки зрения покупателя и как они обретают свою ценность. Чтобы понять механизм функционирования опционов "пут" и "колл", лучше всего рассмотреть их потенциальную прибыльность. Например, используя в каче-

* Английский термин *writer*, использованный здесь авторами, является синонимом термина *underwriter*, который применяется при продаже страхового полиса. В любом случае — и при выписывании опциона, и при выписывании полиса — речь идет об одном и том же: о принятии на себя обязательств, вытекающих из данного контракта. *(Прим. науч. ред.)*

стве объекта анализа опционы на акции, рассмотрим вариант, когда текущий курс акций составляет 50 долл. за штуку. Предположим, мы в состоянии купить опцион "колл" на акции, заплатив за него 500 долл., который позволяет нам приобрести 100 акций по фиксированному курсу 50 долл. за акцию. Рост курса соответствующих ценных бумаг (в данном случае обыкновенных акций) — вот на что надеется инвестор. Имея это в виду, зададимся вопросом: какова прибыль от такой сделки, если курс акций действительно возрастет, скажем, до 75 долл. к концу срока действия опциона? Ответ таков: мы заработаем 25 долл. (75 долл. – 50 долл.) на *каждой* из 100 акций, включенных в опцион "колл", или совокупную валовую прибыль в 2500 долл. И все это на инвестиции в 500 долл.! Все это именно так, поскольку мы можем купить 100 акций у андеррайтера опциона по курсу 50 долл. за акцию и тут же продать их на фондовом рынке по 75 долл. за штуку. Мы могли бы получить такую же прибыль, вкладывая деньги непосредственно в обыкновенные акции, но поскольку нам пришлось бы вложить 5000 долл. (50 долл. × 100 акций), то доходность наших инвестиций была бы значительно ниже. Очевидно, что существует ощутимая разница в потенциале прибыльности обыкновенных акций и опционов "колл". Именно эта разница привлекает инвесторов и спекулянтов к опционам "колл" всякий раз, когда *предполагается рост* курса соответствующего финансового актива. (Обратите внимание на то, что, хотя в нашем примере использовались обыкновенные акции, такой же принцип оценки применяется и к другим видам финансовых активов, которые могут лежать в основе опционов "колл", таким, как облигации, иностранная валюта или фьючерсные контракты.)

Похожая ситуация может быть смоделирована и для опционов "пут". Предположим, что за те же 50-долларовые акции мы должны уплатить 500 долл. и купить опцион "пут" на право продажи 100 акций по 50 долл. каждая. Теперь мы как владельцы опциона "пут" хотим, чтобы курс акций *упал*, тогда мы сможем использовать (исполнить) опцион "пут" для зарабатывания денег. Представим, что наши ожидания оправдались и курс акций действительно упал до 25 долл. за штуку. Здесь мы также могли бы получить валовой доход в 25 долл. с каждой из 100 акций, входящих в "пут". Мы можем добиться этого, отправившись на рынок, купив 100 акций по курсу 25 долл. и тут же продав их андеррайтеру опциона "пут" по курсу 50 долл. за акцию. К счастью, инвесторам, имеющим дело с опционами "пут" и "колл", *не* обязательно использовать опционы и одновременно совершать сделки купли-продажи акций с целью получения прибыли, *поскольку опционы сами имеют стоимость и могут продаваться на вторичном рынке*. Действительно, стоимость опционов "пут" и "колл" прямо зависит от рыночного курса соответствующих финансовых активов, т.е. стоимость *опциона "колл"* увеличивается, когда *возрастает* рыночный курс лежащей в его основе ценной бумаги, тогда как стоимость *опциона "пут"* увеличивается, когда курс лежащей в его основе ценной бумаги *падает*. Таким образом, *инвесторы могут получить обратно свои деньги, продав опционы на открытом рынке* так же, как и любые другие ценные бумаги.

Преимущества и недостатки

Главное преимущество инвестиций в опционы "пут" и "колл" заключается в возможности воспользоваться "эффектом рычага". Этот принцип одновре-

менно позволяет снизить риск для инвестора, поскольку может быть потеряна лишь часть денег (курс покупки опциона). Примечателен тот факт, что опционы "пут" и "колл" могут быть выгодно исполнены, когда курс лежащих в их основе ценных бумаг растет *или* падает.

Главный недостаток опционов "пут" и "колл" состоит в том, что держатель не получает ни процентов, ни дивидендов, ни каких-либо других видов дохода от собственности. Более того, поскольку срок действия опционов ограничен, инвестор располагает ограниченным отрезком времени, чтобы использовать выгодную для него динамику курсов на рынке. Еще один недостаток заключается в том, что опционы "пут" и "колл" достаточно необычны и большинство вариантов рыночной стратегии на их основе достаточно сложны. Таким образом, инвесторы должны обладать специальными знаниями и хорошо понимать тонкости этих инвестиционных инструментов торговли.

Рынки опционов

Хотя концепция опционов может быть прослежена еще в работах Аристотеля, торговля ими в Соединенных Штатах началась лишь с конца 1700-х годов, и до начала 1970-х годов их рынок оставался довольно незначительным, по большей части неорганизованным и представлял собой конфиденциальную сферу деятельности горстки биржевых "специалистов" и торговцев. Все это, однако, переменилось 26 апреля 1973 г., когда с открытием Чикагской биржи опционов (известной как *СВОЕ*) был сформирован новый сегмент рынка ценных бумаг.

Стандартные опционы

Стандартные опционы — *это опционы "пут" и "колл", продающиеся на внебиржевом рынке.*

Предшествующая созданию Чикагской биржи торговля опционами "пут" и "колл" производилась на внебиржевом рынке ценных бумаг через посредство узкой группы специализированных дилеров. Инвесторы, желающие купить опционы "пут" и "колл", имели дело с дилерами по опционам, связываясь с ними через своих брокеров, а дилеры, в свою очередь, должны были искать лиц (или институты), желающих выписать опционы. Если покупатель хотел исполнить опцион и осуществлял это с андеррайтерами опционов, а не через кого-то другого, то любая вторичная торговля в широком масштабе в этом случае была невозможна. При этом практически не налагалось никаких ограничений на возможность выписывания (поставки) опционов, поскольку покупатель предъявлял на них спрос. Опционы "пут" и "колл" выписывались на акции, котирующиеся на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, так же как и на ценные бумаги региональных и внебиржевых рынков. Срок, на который они выписывались, составлял от 30 дней до 1 года. Опционы, обращающиеся на "уличном" рынке, известные сегодня как **стандартные опционы**, пострадали от создания Чикагской и других бирж опционов. Рынок стандартных опционов все еще существует, хотя и в значительно уменьшенном масштабе.

Биржевые опционы

Создание Чикагской биржи опционов впервые в истории американского рынка капиталов ознаменовало начало торговли опционами на акции на фондовых биржах. Это сигнализировало о рождении так называемых бир-

ТАБЛИЦА 11.2 Некоторые активно обращающиеся опционы на акции, прошедшие листинг

"Дельта эрлайнз"	"Пейн Вебер"	"Бэкстер интернешнл"	"Амоко"
"Экссон"	"Апджон"	"Атлантик ричфилд"	"Бэнк оф Америка"
"Истмэн кодак"	"Дигитал эквипмент"	"Дженерал электрик"	"Эм-си-ай"
ИБМ	"Дисней"	"Си-би-эс"	"Мерк"
"Ксерокс"	"Макдональдс"	"Эй-ти энд ти"	"Ю-эс-экс"
"Боинг"	"Дж.С. Пенни"	ИТТ	"Фелпс Додж"
"Крайслер"	"Борг-Уорнер"	"Венди'з"	"Эли Лили"
"Форд"	"Юнокал"	"Скотт пейпер"	"Анхаузер Буш"
"Рибок"	"Мэрриотт"	"Дьюк пауэр"	"Компэк"
"Уолл-Март"	"Сирс"	"Моторола"	"Дюпон"

Примечание. На все эти акции продаются опционы "пут" и "колл".

Биржевые опционы — *это опционы "пут" и "колл", прошедшие листинг и обращающиеся на фондовой бирже, такой, как Чикагская биржа опционов.*

жевых, или прошедших листинг, **опционов фондовой биржи.** Этот термин используется для обозначения опционов "пут" и "колл", торговля которыми производится на организованных рынках (биржах), в противовес стандартным опционам, которыми торгуют на "уличном", неорганизованном рынке. Чикагская биржа опционов разработала концепцию листинга опционов и операций с ними, начав торговлю опционами "колл" на акции всего 16 компаний.

Столь скромный вначале рынок за относительно короткое время превратился в крупный и очень активный рынок биржевых опционов. Сегодня торговля всеми биржевыми опционами осуществляется в форме "путов" и "коллов" и происходит на пяти биржах, крупнейшая из которых Чикагская. Торговля опционами также производится на Американской и Нью-Йоркской фондовых биржах, Фондовой бирже Филадельфии и Тихоокеанской фондовой бирже. На всех этих биржах в совокупности *опционы "пут" и "колл" продаются приблизительно на 650 различных выпусков акций,* хотя в большинстве своем это акции, котируемые на Нью-Йоркской фондовой бирже. Список включает также несколько десятков выпусков акций внебиржевого оборота таких компаний, как "Эппл компьютер", "Интел", "Лиз Клейборн" и "Эм-си-ай". В табл. 11.2 представлен краткий перечень наиболее популярных и пользующихся спросом биржевых опционов. (В дополнение к обыкновенным акциям биржевые опционы используются в операциях с фондовыми индексами, долговыми обязательствами, иностранной валютой и даже товарными и финансовыми фьючерсами.)

Концепция прошедших листинг биржевых опционов не только обеспечила удобный рынок для торговли опционами "пут" и "колл", но также стандартизировала сроки истечения и цены, установленные на эти опционы. Биржи, на которых ведется торговля опционами, создали специальные расчетные палаты, которые устранили прямые связи между покупателями и андеррайтерами опционов и снизили издержки исполнения опционов "пут" и "колл". Широким распространением информации о ценах они также способствовали развитию активного вторичного рынка. В результате теперь так же легко торговать биржевыми опционами, как и акциями.

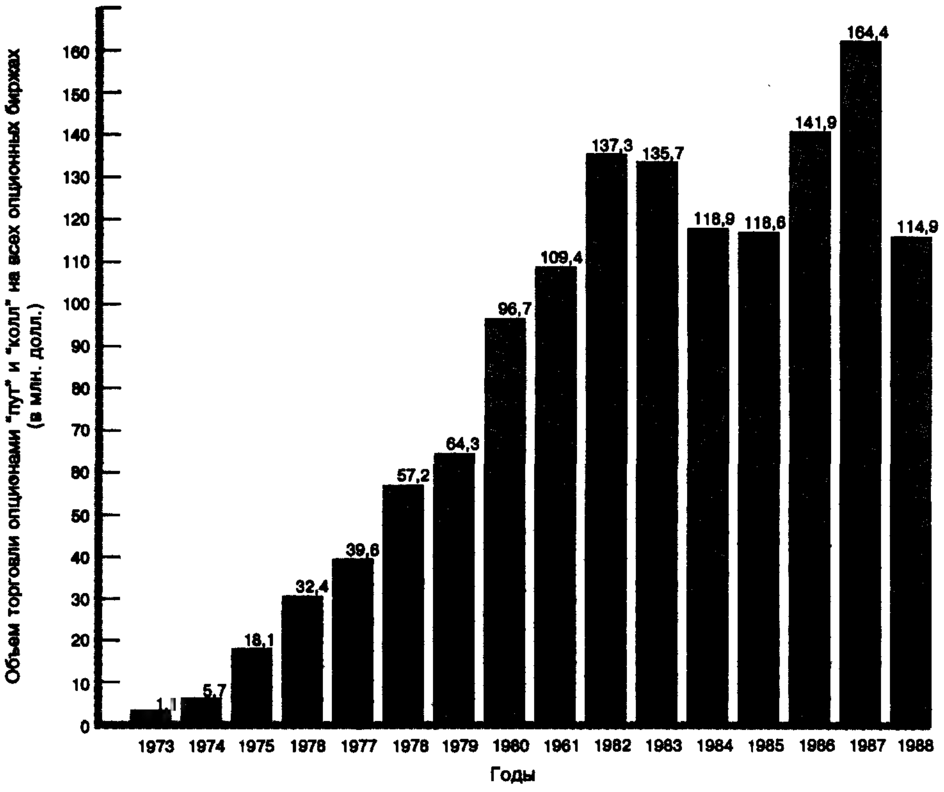


РИС. 11.4. Годовой объем торговли биржевыми опционами на акции
Из рисунка видно, что объем торговли биржевыми опционами на акции "пут" и "колл" быстро возрос после того, как в 1973 г. была впервые представлена их общая концепция. Хотя уровень активности понизился по сравнению с пиковым значением (в 1987 г.), она все еще очень высока, поскольку эти ценные бумаги остаются популярными среди инвесторов. *(Источник: CBOE Market Statistics — 1988.)*

Опционы на акции

Появление Чикагской и других бирж, торгующих опционами, быстро и эффективно воздействовало на объемы торговли опционами "пут" и "колл". Как видно из рис. 11.4, уровень активности при операциях с биржевыми опционами на акции рос настолько быстро, что в течение 8 лет ежегодный объем обращающихся на бирже контрактов перевалил за 100-миллионную отметку. И хотя объем контрактов сократился в 1988 г., он все еще сохраняется на отметке, близкой к 115 млн. долл. Если эту цифру выразить через акции, то речь будет идти о 11,5 *миллиарда* акций (поскольку каждый опцион (контракт) охватывает 100 обыкновенных акций), что почти эквивалентно 30% всех акций, продававшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1988 г.!

Как правило, больший интерес вызывают опционы "колл", нежели "пут". Поэтому около 70% объема торгов опционами на акции приходится на опционы "колл", а остальное — приблизительно 30% — на опционы

"пут". Возникшая и продолжающаяся экспансия торгующих опционами бирж, без сомнения, придала пространству для инвестиций новое измерение. Однако чтобы использовать эти ценные бумаги надлежащим образом и избежать серьезных (возможно, дорогостоящих) ошибок, инвестор должен хорошо знать основные особенности этих ценных бумаг. В последующих разделах мы более подробно рассмотрим характерные особенности инвестиций и торговые стратегии, которые могут использоваться в сделках с опционами на акции. Далее мы выясним механизм опционов на индекс, процентных и валютных опционов, а затем исследуем опционы на фьючерсы в гл. 12.

Условия опционов на акции

Из-за низкой стоимости опционы на акции (или опционы на долевые ценные бумаги, как их еще называют) весьма популярны среди индивидуальных инвесторов. Различаясь только на базе лежащих в их основе финансовых активов, опционы на акции, как и любой другой вид опционов "пут" и "колл", содержат те же условия контрактов и подвергаются аналогичному воздействию рыночных сил. Самыми важными считаются следующие три аспекта опционов: 1) курс, по которому может быть продана или куплена акция; 2) время, остающееся до истечения срока действия опциона; 3) цена покупки самого опциона.

Курс исполнения — *это договорный курс, установленный покупателем опциона и его андеррайтером; определяющий курс, по которому можно купить ценную бумагу в опционе "колл" или продать ее в опционе "пут".*

Курс исполнения ("страйк"). Курс исполнения ("страйк") представляет собой соглашение о курсе между покупателем опциона и его андеррайтером. Для опциона "колл" курс исполнения определяет цену, по которой может быть куплена каждая из 100 акций. Для опциона "пут" он означает курс, по которому акция может быть продана андеррайтеру опциона. Для стандартных (внебиржевых) опционов не существует ограничений на курс исполнения, хотя обычно он устанавливается на уровне, близком к преобладающему на рынке курсу акций на момент выписывания опциона. Для биржевых опционов, однако, курс исполнения *стандартизируется* таким образом, что для акций, продающихся менее чем за 25 долл. за штуку, курсы исполнения ("страйк") устанавливаются как кратные 2,5 долл. (т.е. 7,5; 10; 12,5; 15 долл. и т.д.). Для акций, курс которых находится в интервале от 25 до 200 долл. за штуку, курс исполнения кратен 5 долл. Наконец, при курсе акций, превышающем 200 долл., курс исполнения будет кратен уже 10 долл. И, конечно, курс исполнения ("страйк") для стандартных и для биржевых опционов корректируется в случае крупных дивидендов на акции, а также в случае дробления акций.

Дата истечения — *это дата, после которой прекращается существование опциона.*

Дата истечения. Дата истечения тоже является важным условием, так как она определяет срок действия опциона во многом таким же образом, как и срок долгового обязательства, обусловливающий срок жизни облигаций. Даты истечения опционов на внебиржевом рынке могут приходиться на любое число месяца. Напротив, на биржевом рынке даты истечения стандартизированы.

Биржи изначально установили для всех биржевых опционов три цикла окончания сроков, и каждый выпуск опционов был (и до сих пор остается) привязан к одному из этих трех циклов. Один цикл составляют месяцы: ян-

варь, апрель, июль и октябрь; другой — февраль, май, август и ноябрь; третий — март, июнь, сентябрь и декабрь. Эта система была немного модифицирована с целью включения в цикл одновременно текущего месяца и следующего за ним *плюс* два следующих месяца в стандартном цикле. Биржи до сих пор используют *те же три цикла истечения сроков*, но они подверглись изменению так, чтобы инвесторы всегда могли торговать опционами текущего месяца. Возьмем, к примеру, январский цикл. В январе можно купить следующие опционы: с истечением срока в январе, феврале, апреле и июле, т.е. два текущих месяца (январь и февраль) плюс два следующих из соответствующего (январского) цикла, хотя курсы обычно сообщаются в финансовых средствах массовой информации только за первые *три* срока. Затем, в феврале, имелись бы контракты с датами истечения в феврале, марте, апреле и июле. И наконец, с приходом марта по всем биржам продавались бы контракты январского цикла с датой истечения в марте, апреле, июле и октябре. И так далее по мере подхода окончания сроков в течение всего года. По такой системе самый продолжительный контракт, который инвестор может заключить, охватит *восемь месяцев* (формально, опционы могут быть перекуплены, проданы или выписаны на *любой из четырех* месяцев истечения цикла, находящегося в обращении). При заданном месяце истечения срока фактическая дата истечения всегда одна и та же: каждая суббота, следующая за третьей пятницей каждого месяца, в котором истекает срок действия опциона. Таким образом, независимо от применяемых стратегий биржевые опционы всегда теряют силу после третьей пятницы месяца истечения их срока.

Дата истечения в действительности определяет продолжительность контракта между держателем опциона и андеррайтером. Так, если вы являетесь держателем шестимесячного опциона "колл" на акции компании "Сирс", то этот опцион позволит вам купить 100 обыкновенных акций этой компании по курсу исполнения, скажем, в 40 долл. за акцию в любое время в течение следующих шести месяцев. Теперь *вне зависимости от того, что случится с рыночным курсом акций*, вы можете использовать свой опцион "колл" для покупки акций "Сирс" по курсу 40 долл. за акцию в течение следующих шести месяцев. Если курс возрастает, вы в состоянии заработать деньги, а если падает, то вы даже не сможете получить обратно стоимость опциона (поэтому он не будет исполнен. — *Прим. науч. ред.*).

Опционная премия — *это цена приобретения опциона "пут" или "колл", котируемая на фондовой бирже.*

Премия. Цена покупки опциона "пут" или "колл", т.е. сумма, уплачиваемая за опцион, известна как **опционная премия**. Для большинства ценных бумаг термин "премия" употребляется для обозначения той части курса покупки, которая превышает некоторую теоретически предопределенную стоимость. Для опционов "пут "и "колл" *премия* представляет собой стоимость опциона и цену, которую покупатель должен был бы заплатить андеррайтеру опциона (или его нынешнему владельцу), для того чтобы приобрести его. Очевидно, что размер опционной премии важен и для покупателей, и для андеррайтеров, и для тех, кто перепродает опцион. Один из факторов, влияющих на размер опционной премии, — это текущий рыночный курс соответствующей акции. Чем больше разница между рыночным курсом акций и курсом исполнения опциона, тем больше стоимость опциона "пут" или "колл". Другой фактор — продолжительность срока действия опциона; чем больше времени остается до истечения срока действия, тем больше размер

премии. Немаловажной является и устойчивость лежащих в его основе ценных бумаг — в той степени, в которой она увеличивает (или уменьшает) спекулятивную привлекательность опциона. Менее важными переменными являются дивиденды на соответствующие акции, количество акций, которые могут быть куплены на данный опцион, и биржа, на которой опцион прошел листинг.

Сделки с опционами "пут" и "колл"

Вне зависимости от того, покупаются, перепродаются опционы или выпускаются впервые, лица, совершающие эти операции, платят комиссионные и несут трансакционные издержки. Выпуск опционов "пут" или "колл" влечет за собой нормальные трансакционные издержки, которые складываются из вознаграждения брокерам или дилерам за *продажу* опциона. По отношению к количеству обыкновенных акций, охваченных опционом (100 акций на опцион), трансакционные издержки по торговле опционами "пут" и "колл" относительно низки. Однако когда трансакционные издержки сравниваются с объемом самой сделки, вы обнаруживаете, что сделки с опционами — достаточно дорогостоящее занятие, особенно если вы покупаете или продаете всего несколько опционов. Таблица 11.3 показывает комиссионные по биржевым опционам и выявляет, как трансакционные издержки изменяются в зависимости от количества и рыночной цены самих опционов (одинаковые комиссионные взимаются и по опционам "пут", и по опционам "колл"). Чтобы обнаружить, насколько могут быть дорогостоящими сделки с опционами, представим покупку 5-долларового опциона "колл". Обратите внимание на то, что покупка одного 5-долларового опциона требовала бы инвестирования 500 долл. и покрытия трансакционных издержек в 30 долл., хотя это, может быть, и недорого в сравнении с тем, сколько это стоило бы при прямой покупке 100 соответствующих акций. Простая арифметика показывает, что издержки составляют 6% (30 долл. : 500 долл. = 0,06). Но они непомерно высоки, если принять во внимание, что эти комиссионные нужно будет заплатить снова в случае, если опцион придется продать до окончания срока его действия. (Конечно, прямые трансакционные издержки *не* возникнут, если опцион окажется просроченным.)

Для операций с биржевыми опционами выделяют конкретное место (помещение для сделок) на бирже и используют систему котировок. Определить цену (или премию) опционов на акции, которыми торгуют на биржах, достаточно легко, как показывают котировки опционов на рис. 11.5. Обратите внимание на то, что котировки опционов "пут" и "колл" даны отдельно и для каждого опциона существуют три зарегистрированные даты истечения (в данном случае май, июнь и сентябрь). Вместе с курсом исполнения такая информация служит основой выбора различных опционов. Например, существуют многочисленные выпущенные в обращение опционы "пут" и "колл" на акции "Филипп Морис", причем у каждого из них свои дата истечения и курс исполнения.

Котировочный лист стандартизирован и расшифровывается следующим образом: первыми обозначены названия компаний и курсы соответствующих акций при закрытии торговых сессий на бирже (обратите внимание на то, что акции "Филипп Морис" при закрытии сессии оценивались в $136^1/_8$), далее идет зарегистрированный курс исполнения, затем даются цены самих

ТАБЛИЦА 11.3 Комиссионные за операции с биржевыми опционами

Опционная премия	Количество опционов 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
$^1/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
$^1/_8$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
$^3/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	31,17
$^1/_4$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,50	33,17	35,85	38,52	41,20
$^5/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	31,17	34,51	37,86	41,20	44,54	47,88	51,23
$^3/_8$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	33,17	37,18	41,20	45,21	49,22	53,23	57,25	61,26
$^7/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	33,84	38,52	43,21	47,88	52,57	57,25	61,93	66,61	71,29
$^1/_2$	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	33,17	38,52	43,87	49,22	54,57	59,92	65,27	70,62	75,97	81,32
$^9/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,00	31,17	37,18	43,21	49,22	55,24	61,26	67,28	73,30	79,32	85,33	91,36
$^5/_8$	30,00	30,00	30,00	30,00	34,51	41,20	47,88	54,57	61,26	67,95	74,63	81,32	88,01	94,70	101,38
$^{11}/_{16}$	30,00	30,00	30,00	30,50	37,86	45,21	52,57	59,92	67,28	74,63	81,99	89,35	96,71	104,06	109,74
$^3/_4$	30,00	30,00	30,00	33,17	41,20	49,22	57,25	65,27	73,30	81,32	89,35	97,37	105,40	110,75	114,76
$^{13}/_{16}$	30,00	30,00	30,00	35,85	44,54	53,23	61,93	70,62	79,32	88,01	96,71	105,40	111,08	115,43	119,78
$^7/_8$	30,00	30,00	30,00	38,52	47,88	57,25	66,61	75,97	85,33	94,70	104,06	110,75	115,43	120,11	124,79
$^{15}/_{16}$	30,00	30,00	31,17	41,20	51,23	61,26	71,29	81,32	91,36	101,12	107,35	113,59	119,78	124.79	129,80
1 долл.	30,00	32,38	40,97	49,56	58,15	66,75	75,34	83,93	95,52	101,12	107,35	113,59	119,83	126,07	132,31
5 долл.	30,00	44,62	59,33	74,04	88,76	101,12	113,47	125,83	138,19	150,55	167,81	178,26	188,73	199,18	209,65
$^1/_8$	30,00	45,00	59,91	74,81	89,42	101,92	114,40	126,89	139,38	158,73	169,33	179,92	190,51	201,13	211,72
$^1/_4$	30,00	45,39	60,49	75,57	90,08	102,71	115,34	127,95	140,58	160,11	170,86	181,59	192,32	203,05	213,80
$^3/_8$	30,00	45,77	61,05	76,34	90,75	103,50	116,26	129,01	141,76	161,51	172,37	183,25	194,12	205,00	215,86
$^1/_2$	30,00	46,15	61,63	77,10	91,41	104,29	117,19	130,07	142,96	162,89	173,90	184,91	195,92	206,94	217,95
$^5/_8$	30,00	46,53	62,20	77,87	92,06	105,10	118,11	131,13	150,65	164,27	175,42	186,57	197,71	208,87	220,02
$^3/_4$	30,00	46,92	62,78	78,63	92,74	105,89	119,04	132,19	151,91	165,65	176,95	188,23	199,52	210,81	222,10
$^7/_8$	30,00	47,30	63,34	79,40	93,39	106,68	119,96	133,25	153,15	167,04	178,45	189,89	201,32	212,75	224,18
9 долл.	30,00	56,86	76,75	93,35	109,94	132,24	149,60	166,94	184,30	201,64	216,54	231,42	246,31	261,20	276,09
$^1/_8$	30,00	57,25	77,15	93,88	110,61	113,08	150,56	168,05	185,54	203,03	218,06	233,08	348,10	263,15	278,17
$^1/_4$	30,00	57,63	77,55	94,41	111,27	113,90	151,53	169,16	186,79	204,41	219,59	234,75	249,91	265,07	280,24
$^3/_8$	30,00	58,02	77,94	94,94	111,93	134,73	152,50	170,27	188,03	205,80	221,09	236,41	251,71	267,02	282,31
$^1/_2$	30,00	58,39	78,35	95,47	112,60	135,57	153,47	171,37	189,27	207,18	222,62	238,06	253,50	268,96	284,40
$^5/_8$	30,00	58,78	78,74	96,00	113,25	136,40	154,44	172,48	190,51	208,56	224,14	239,72	255,30	270,89	286,47
$^3/_4$	30,11	59,16	79,14	96,52	113,92	137,23	155,41	173,59	191,78	209,94	225,67	241,39	257,11	272,83	288,55
$^7/_8$	30,30	59,55	79,53	97,06	114,58	138,06	156,37	174,70	193,02	211,34	227,18	243,05	258,91	274,77	290,62
10 долл.	30,50	59,92	79,93	97,58	115,24	138,69	157,34	175,80	194,26	212,72	227,71	244,71	260,71	276,70	292,70

Источник: Ведущая брокерская фирма.

опционов на момент окончания торгов по отношению к датам истечения опционов, причем сначала приведены котировки опционов "колл" с тремя разными датами, а затем котировки опционов "пут". Таким образом, мы видим, что для компании "Филипп Морис" *опцион "колл"* с курсом исполнения в 130 долл. и окончанием срока в июне котируется как $7^1/_4$; напротив, *опцион "пут"* компании "Филипп Морис" с курсом исполнения 130 долл. и окончанием срока в сентябре котируется как 3. Напомним, однако, что оп-

Option & NY Close	Strike Price	Calls – Last			Puts – Last		
		May	Jun	Sep	May	Jun	Sep
Kellog	60	r	8 3/8	10 1/4	r	r	r
69 1/4	65	4 1/8	3 3/4	r	r	r	1 1/8
69 1/4	70	3/16	1	2 3/4	r	r	3
NiagMP	12 1/2	r	r	3/16	r	r	r
PacGE	17 1/2	r	2 1/2	r	r	r	r
19 7/8	20	r	3/8	3/16	r	3/4	r
Pfizer	60	3 1/2	4 5/8	5 5/8	r	3/16	7/8
63 5/8	65	1/16	1	2 3/4	r	2	3
63 5/8	70	r	r	1	r	r	r
Ph Mor	100	s	36 7/8	r	s	r	r
136 1/8	105	r	r	33 3/8	r	1/16	r
136 1/8	110	r	26 3/4	28 3/6	r	r	r
136 1/8	115	r	21 7/8	23 3/4	r	1/18	1/2
136 1/8	120	16 1/4	16 3/4	r	1/16	r	1
136 1/8	125	10 7/8	11 3/4	15	r	3/8	1 7/8
136 1/8	130	6	7 1/4	11 1/8	1/16	1	3
136 1/8	135	1 5/16	3 1/2	8 1/8	1/2	2 9/16	4 3/4
136 1/8	140	s	1 5/8	5 5/8	s	5 5/8	r
PrimeC	12 1/2	s	3 5/8	s	s	3/16	s
15 7/8	15	5/8	1 7/8	2 1/4	1/8	13/16	1 1/8
15 7/8	17 1/2	1/16	5/8	1 1/16	1 3/4	2 1/8	2 3/8
15 7/8	20	r	1/8	3/8	4 1/2	4 1/2	r
QuakSt	15	2 1/8	2 3/8	2 5/8	r	r	r
16 7/8	17 1/2	1/18	3/8	1 3/16	1/2	3/4	1 3/8
SFePac	20	2 1/8	2 3/8	3 5/8	r	r	r
22 1/8	22 1/2	1/18	3/4	1 7/8	3/8	r	r
22 1/8	25	r	1/4	7/8	r	r	r
Seagte	7 1/2	r	6 1/2	r	r	r	r
13 3/4	10	r	3 3/4	4 1/2	r	r	r
13 3/4	12 1/2	1 9/16	1 3/4	2 7/8	r	3/16	5/8
13 3/4	15	r	1/2	1 3/8	1	1 3/16	2
13 3/4	17 1/2	r	r	5/8	r	r	3 1/2

РИС. 11.5. Котировка биржевых опционов

Как видно из рисунка, котировка опционов "пут" и "колл" обычно приводится параллельно и в дополнение к цене последней сделки с опционом, на нем также показаны рыночные курсы сделок на момент завершения торговых сессий с соответствующими акциями (1-я колонка) и курсы исполнения опционов (2-я колонка). *(Источник: The Wall Street Journal.)*

ционные премии фиксируются в расчете на одну акцию и, таким образом, реальная цена опционов компании "Филипп Морис" оказывается помноженной на 100. Следовательно, опцион "колл" будет стоить 725 долл., а опцион "пут" — 300 долл.

Определение стоимости опционов "пут" и "колл"

Стоимость опциона "пут" или "колл" зависит от динамики рыночных курсов обыкновенных акций или других финансовых активов, лежащих в основе опциона. Поскольку курсовые доходы (удорожание капитала) являются

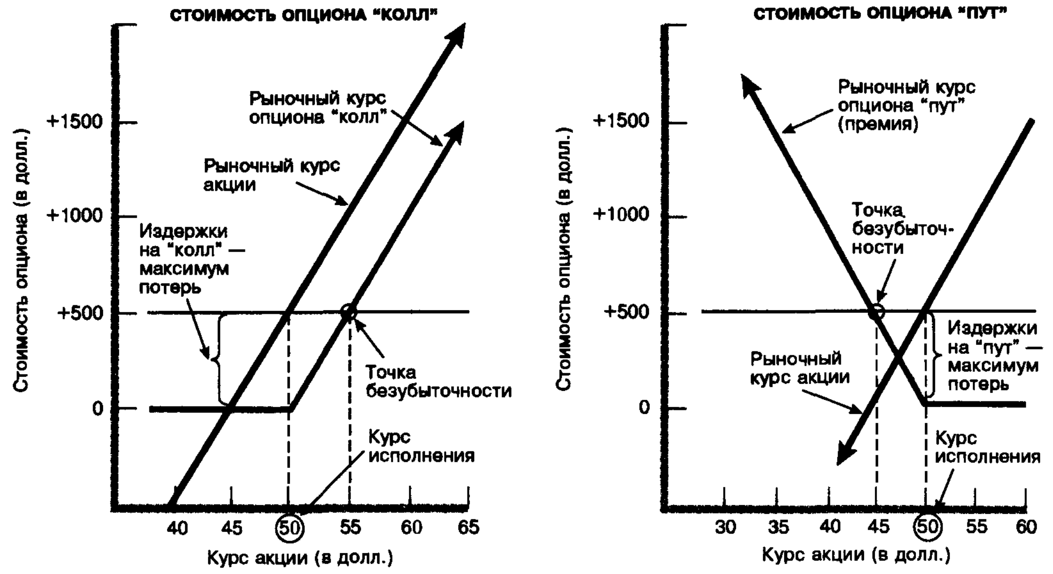


РИС. 11.6. Стоимостные свойства опционов "пут" и "колл"

Стоимость опционов "пут "и "колл" представляет собой отражение курсовой динамики лежащих в их основе обыкновенных акций. Потому если только издержки, связанные с опционом, будут компенсированы (что случится, когда опцион пересечет точку безубыточности), то потенциал прибыльности опционов "пут" и "колл" будет ограничен только динамикой курса соответствующих им акций.

единственным источником дохода на опционы, умение точно определить текущую и возможную будущую стоимость опционов "пут" и "колл" крайне важно для торговцев опционами и инвесторов. Продолжая использовать в качестве объекта нашего исследования опционы на акции, рассмотрим некоторые основные принципы оценки опционов, начиная с краткого обзора происхождения прибыли от опционов "пут" и "колл".

Потенциал прибыльности опционов "пут" и "колл"

Несмотря на то что котируемая на бирже премия на опционы "пут" или "колл" подвергается влиянию таких факторов, как период до истечения срока действия опциона, устойчивость курсов акций, рыночные ставки процента и условия спроса и предложения, намного более важным фактором является *динамика рыночного курса соответствующих обыкновенных акций.* Это переменная, которая управляет любым существенным движением опционной премии, что, в свою очередь, определяет потенциальную прибыльность опциона. Так, когда курс лежащих в его основе акций растет, это *благоприятно для опциона "колл"*, когда же он падает, *выигрывает опцион "пут"*. Такое поведение объясняет также, почему столь важно четко улавливать возможную будущую курсовую динамику акций *до того,* как опцион покупается или перепродается (выписывается).

Типичное поведение опционной премии графически показано на рис. 11.6. График слева представляет опцион "колл", справа — опцион

"пут". График для *опциона "колл"* составлен, исходя из предположения, что вы платите 500 долл. за опцион с курсом исполнения 50 долл.; аналогично, график для *опциона "пут"* основан на предположении, что вы можете купить опцион "пут" за 500 долл. и, таким образом, приобрести право продать соответствующие акции по курсу 50 долл. за акцию. Для опциона "колл" график показывает, что произойдет со стоимостью опциона, если курс акций увеличится, а для опциона "пут" он показывает, что случится при падении курса акций. Обратите внимание на то, что опцион "колл" не выигрывает в стоимости, пока курс акций не пройдет точку установленного *курса исполнения* (50 долл.). Кроме того, поскольку необходимо 500 долл. для покупки опциона "колл", курс акции должен подняться еще на 5 пунктов (с 50 до 55 долл.), чтобы владелец опциона мог компенсировать затраты на опционную премию и, таким образом, достичь безубыточной позиции. По мере того как курс акций продолжает возрастать, инвестор будет получать прибыль, т.е., когда премия возмещена, размер прибыли на опцион "колл" зависит только от того, в какой степени возрастает цена акций до окончания срока контракта!

Аналогично, стоимость *опциона "пут"* также проистекает из курса лежащих в его основе акций, только соответствующие рыночные курсы движутся в противоположном направлении. Мы можем видеть, что стоимость опциона "пут" остается постоянной до тех пор, пока рыночный курс соответствующих акций падает до курса исполнения опциона (50 долл.). Далее, пока курс акций продолжает падать, стоимость опциона постепенно увеличивается. Обратите внимание на то, что, поскольку опцион "пут" стоит 500 долл., вы не начнете получать доходы от инвестиций, пока курс акций не упадет ниже точки безубыточности в 45 долл. за акцию. Ниже этой точки прибыль на опцион "пут" зависит от того, в какой степени будет продолжаться падение курса акций до окончания срока действия опциона.

Определение стоимости

Как мы видели ранее, стоимость опционов "пут" или "колл" зависит в конечном счете от курса исполнения, указанного в опционе, так же как и от доминирующего рыночного курса соответствующих обыкновенных акций. Более конкретно *стоимость опциона "колл"* определяется по следующей несложной формуле:

$$\text{Стоимость опциона "колл"} = \left(\begin{array}{c}\text{Рыночный курс}\\ \text{соответствующих}\\ \text{обыкновенных акций}\end{array} - \begin{array}{c}\text{Курс}\\ \text{исполнения}\\ \text{опциона "колл"}\end{array}\right) \times 100,$$

$$\text{или } V = (MP - SPC) \times 100.$$

Другими словами, стоимость опциона "колл" — это не что иное, как разность между рыночным курсом и курсом исполнения. Как вытекает из формулы, опцион "колл" имеет стоимость в любом случае, когда рыночный курс соответствующих акций (или финансовых активов) *превышает* курс исполнения, установленный в опционе "колл". Простой пример показывает, что опцион "колл", курс исполнения ("страйк") которого равен 50 долл. на акции, продающиеся в данный момент за 60 долл., имеет стоимость 1000 долл. [(60 долл. – 50 долл.) × 100 = 10 долл. × 100]. Опцион "пут", в свою очередь, не может быть оценен аналогичным образом, поскольку опционы

"пут" и "колл" приобретаются держателями с разными целями. Для определения *стоимости опциона "пут"* необходимо лишь немного поменять порядок членов уравнения:

$$\text{Стоимость опциона "пут"} = \left(\begin{matrix}\text{Курс}\\ \text{исполнения}\\ \text{опциона "пут"}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Рыночный курс}\\ \text{соответствующих}\\ \text{обыкновенных акций}\end{matrix}\right) \times 100,$$

$$\text{или } V = (SPP - MP) \times 100.$$

В данном случае мы видим, что опцион "пут" имеет стоимость, пока рыночный курс соответствующих акций (или финансовых активов) *ниже* курса исполнения, установленного в этом опционе.

Стоимость опционов "пут" и "колл" означает сумму, по которой опционы *должны* продаваться. К сожалению, такое случается редко. Напротив, эти ценные бумаги почти всегда продаются или покупаются по ценам, превышающим их подлинную стоимость, особенно те опционы, срок действия которых еще велик. Такая разница известна как **инвестиционная премия**. Она показывает величину "избыточной стоимости", заключающейся в котировочной цене опциона "пут" или "колл".

Инвестиционная премия — *это разница между рыночной ценой опциона (опционной премией) и его подлинной стоимостью; показывает "избыточную стоимость", заключающуюся в котировочной цене онциона "пут" или "колл".*

Инвестиционная премия может быть определена следующим образом:

$$\text{Инвестиционная премия} = \frac{\text{Опционная премия} - \text{Стоимость опциона}}{\text{Стоимость опциона}},$$

$$\text{или } IP = \frac{OP - V}{V}.$$

Например, посмотрим на котировки акций компании "Филипп Морис" на рис. 11.5. Особенно обратим внимание на июньский *"колл"* с курсом исполнения 130 долл. Этот опцион котируется по $7^{1}/_{4}$ (или 725 долл.); однако его следовало бы оценить так:

(136,125 долл. – 130 долл.) × 100 = <u>612,5 долл.</u>

Использовав приведенную выше формулу, мы увидим, что цена опциона "колл" содержит инвестиционную премию:

(725 долл. – 612,5 долл.)/612,5 долл. = <u>18,4%</u>.

Этот конкретный опцион "колл" компании "Филипп Морис", по сути, продается с премией 18,4%, или по цене, на 112,5 долл. превышающей его истинную, лежащую в основе стоимость. Многие из тех факторов, что влияют на опционную премию, также воздействуют и на инвестиционную премию; например, инвестиционная премия имеет тенденцию к увеличению для опционов более продолжительного срока действия и для опционов на весьма неустойчивые акции. Если инвестиционная премия не может быть возвращена, когда инвестор продает ранее купленный опцион, то она отражает "омертвленные" издержки, которые потеряны навсегда.

Опцион с реальной ценностью и без реальной ценности

На момент выпуска опционы не обязательно должны иметь курсы исполнения, соответствующие доминирующим рыночным курсам акций, на которые они выписаны. И поскольку опционы впоследствии продаются на фондовых биржах, цена опциона будет изменяться в ответ на движение курса ле-

Опцион с реальной ценностью — *это опцион "колл" с курсом исполнения ниже, чем рыночный курс лежащей в его основе ценной бумаги; опцион "пут" с курсом исполнения выше, чем рыночный курс лежащей в его основе ценной бумаги.*

Опцион без реальной ценности — *это опцион "колл" с курсом исполнения выше рыночного курса акции; опцион "пут" с курсом исполнения ниже текущего рыночного курса лежащих в его основе акций.*

жащих в его основе обыкновенных акций. Когда курс исполнения опциона "колл" ниже рыночного курса соответствующих обыкновенных акций, такой опцион имеет положительную величину стоимости и называется **опционом с реальной ценностью**. Основная часть опционной премии в этом случае базируется на подлинной стоимости опциона "колл". Когда курс исполнения превышает рыночный курс акции, опцион "колл" не имеет положительной величины стоимости и известен как **опцион без реальной ценности**. Поскольку опцион не имеет реальной ценности, его рыночная цена состоит лишь из инвестиционной премии. Эти термины — не просто подходящие, экзотические названия, данные опционам, они, как мы увидим далее, характеризуют инвестиционное поведение опционов и могут воздействовать на доход или риск. Опцион "пут", между прочим, является опционом с реальной ценностью, когда курс исполнения превышает рыночный курс акций; он же является опционом без реальной ценности, когда рыночный курс акции, наоборот, превышает курс исполнения, зафиксированный в нем.

Торговые стратегии

Опционы на акции по большей части могут быть использованы при трех вариантах торговой стратегии: 1) покупка опционов "пут" и "колл" для спекуляции; 2) хеджирование (страхование) на основе опционов "пут" и "колл"; 3) выпуск опционов и игра на спреде.

Покупка для спекуляции

Покупка с целью спекуляции — простейший и наиболее прямой способ использования опционов "пут" и "колл". По существу, это напоминает покупку акций ("дешево купить, дорого продать") и в действительности представляет альтернативу инвестированию в акции. Например, если инвестор чувствует, что рыночный курс определенных акций будет расти, одним из способов использования такого изменения цен является покупка опциона "колл" на эти акции. Напротив, если инвестор чувствует, что курс акции может упасть, то опцион "пут" может обратить это падение в прибыльную ситуацию. По существу, инвесторы покупают опционы, а не акции всякий раз, когда возможно получение большого дохода на опционы. Естественно, основной целью в этом случае является получение наибольшего дохода на каждый вложенный доллар, т.е. то, что часто можно сделать с опционами "пут" и "колл" благодаря "эффекту рычага".

Для иллюстрации существа спекуляции с опционами представим ситуацию, когда вы обнаружили акции, курс которых, по вашему мнению, возрастет в последующие шесть месяцев. В этом случае вы должны ответить на вопрос: что произойдет, если вы предпочтете купить опцион "колл" на эти акции вместо прямого инвестирования в них? Чтобы получить ответ на этот вопрос, давайте посмотрим, что показывают цифры. Допустим, курс акций на данный момент составляет 49 долл. и вы ожидаете, что в течение шести месяцев он возрастет до 65 долл. Для того чтобы определить относительные преимущества выбранного вами варианта инвестирования, вы должны определить ожидаемый доход, связанный с каждым из возможных направлений ваших действий. Поскольку опционы "колл" краткосрочны, доход за период

ТАБЛИЦА 11.4 Спекуляции с опционами "колл"

Шестимесячный опцион "колл" на акции

	100 лежащих в основе опциона обыкновенных акций	Шестимесячный опцион "колл" на акции	
		Курс исполнения 40 долл.	Курс исполнения 50 долл.
СЕГОДНЯ			
Рыночный курс акции (49 долл. за 1 шт.)	4900 долл.		
Рыночный курс опциона "колл"*		1100 долл.	400 долл.
ШЕСТЬ МЕСЯЦЕВ СПУСТЯ			
Ожидаемая стоимость акций (65 долл. за 1 шт.)	6500 долл.		
Ожидаемый курс опциона "колл"*		2500 долл.	1500 долл.
Прибыль	1600 долл.	1400 долл.	1100 долл.
Доходность за период владения активами	33%	127%	275%

* Курс опциона "колл", вычисленный в соответствии с формулой оценки его стоимости, включает некоторую инвестиционную премию в курсе покупки опциона "колл", но никакой премии в ожидаемом курсе опциона.

владения активом может быть использован для измерения дохода по ценным бумагам. Так, если ваши ожидания относительно *акций* правильны, то они должны возрасти в цене на 16 долл. и обеспечить таким образом доход за период владения в размере 33% [(65 долл. – 49 долл.) : 49 долл. = 16 долл. : 49 долл. = 0,33]. Но можно использовать и биржевые опционы на эти акции. Давайте посмотрим, как бы повели себя они. Для примера используем два шестимесячных опциона с курсом исполнения 40 и 50 долл. соответственно. Резюме использования этих двух альтернативных опционов "колл" в сравнении с поведением соответствующих обыкновенных акций приведено в табл. 11.4. Очевидно, любой опцион "колл" является лучшим способом инвестирования, чем покупка самих акций. Прибыль, выраженная в сумме долларов, может быть несколько выше на акции, но при этом размер требующихся инвестиций (4900 долл.) по *массе* также гораздо больше.

Обратите внимание на то, что один из опционов является опционом "колл" с реальной ценностью (тот, курс исполнения которого равен 40 долл.), а другой — опционом без реальной ценности. Разница в доходах от этих опционов типична, т.е. инвесторы обычно могут рассчитывать на лучшую норму прибыли от более дешевого (без реальной ценности) опциона, также подвергаясь меньшему риску. Конечно, главным недостатком опционов без реальной ценности является то, что их курс целиком складывается из инвестиционной премии — "омертвленных", безвозвратных издержек, которые будут потеряны, если курс акций не изменится.

Чтобы увидеть, как инвесторы могут спекулировать опционами "пут", представьте следующую ситуацию. Предположим, что рыночный курс наших акций составляет в данный момент 51 долл., но вместе с тем вы предвидите, что их курс понизится до 35 долл. в течение последующих шести месяцев. Если это произойдет, то вы могли бы продать акции и получить прибыль в 16 долл. на каждую акцию (см. гл. 2, где рассматривается ситуация с продажей "без покрытия"). В качестве альтернативы может быть куплен опцион "пут" без реальной ценности (с курсом исполнения 50 долл.), например за 300 долл. Если же курс соответствующих акций действительно упадет, то инвесторы будут зарабатывать деньги с помощью опциона "пут". Прибыль и норма доходности на опцион "пут" представлены ниже вместе со сравнительной доходностью продажи акций "без покрытия":

	КУПИТЬ 1 ОПЦИОН "ПУТ"	ПРОДАТЬ 100 АКЦИЙ "БЕЗ ПОКРЫТИЯ"
Курс покупки (сегодня)	300 долл.	
Курс продажи (спустя 6 мес.)	1500 долл.	
Продажа "без покрытия" (сегодня)		5100 долл.
"Покрытие" (6 месяцев спустя)		3500 долл.
Прибыль	1200 долл.	1600 долл.
Доходность за период владения	400%	63%*

* Предполагается, что продажа "без покрытия" произведена с обязательным внесением первоначального взноса на депозит в размере 50%.

Еще раз следует сказать, что с точки зрения доходности за период владения активами опцион на акции — наилучший объект инвестиций с высокой ставкой доходности. Конечно, не все инвестиции в опционы заканчиваются так, как те, что представлены в нашем примере, поскольку успех этой стратегии заключается в выборе удачных обыкновенных акций. Таким образом, *анализ ценных бумаг и правильный выбор акций — основные составляющие этой спекулятивной стратегии.* Это наиболее рискованная инвестиционная стратегия, и она может быть использована инвесторами, более склонными к спекуляциям.

Хеджирование

Хеджирование — *это объединение двух или более ценных бумаг в единую инвестиционную позицию с целью уменьшения или исключения риска.*

Хеджирование в действительности не представляет собой ничего иного, кроме комбинирования двух или более ценных бумаг в единую инвестиционную позицию с целью уменьшения риска. Такая стратегия может, к примеру, включать покупку акций и одновременно опциона "пут" на эти же акции или она может состоять в покупке акций и последующей продаже опциона "колл". Существует масса разновидностей хеджирования, одни из которых достаточно сложны, а другие, наоборот, весьма просты, но все они употребляются как способ получения или предохранения прибыли без возможных серьезных потерь со стороны инвестора. Хеджирование на основе опционов незаменимо, если вы получили прибыль от предшествующих инвестиций в обыкновенные акции и хотите защитить прибыль или собираетесь инвестировать в обыкновенные акции и хотите обезопасить ваши деньги, ограничив возможные потери капитала. Если вы владеете акциями, курс

ТАБЛИЦА 11.5 Сокращение потерь капитала хеджированием на основе опциона "пут"

		Акция	Опцион "пут"*
СЕГОДНЯ			
Курс покупки акции		25 долл.	
Курс покупки опциона "пут"			1,5 долл.
НЕКОТОРОЕ ВРЕМЯ СПУСТЯ			
А. Курс акции вырос до		50 долл.	
Стоимость опциона "пут"			0
Прибыль:			
100 акций (50 долл. – 25 долл.)	2500 долл.		
Минус затраты на опционы "пут"	– 150 долл.		
Прибыль	2350 долл.		
Б. Курс акции понизился до		10 долл.	
Стоимость опциона "пут" (см. формулу его оценки)			15 долл.
Прибыль:			
100 акций (убытки: 10 долл. – 25 долл.)	–1500 долл.		
Стоимость опциона "пут" (прибыль)	+1500 долл.		
Минус затраты на опцион "пут"	– 150 долл.		
Убытки	150 долл.		

* Опцион "пут" приобретается одновременно с покупкой акций и имеет курс исполнения 25 долл.

которых возрос, покупка опциона "пут" предоставила бы вам способ защиты от падения курсов; покупка опциона "колл", напротив, обеспечила бы защиту спекулянту, продающему акции "без покрытия". Таким образом, хеджирование на основе опционов всегда включает две сделки: начальную позицию с обыкновенными акциями (длинную или короткую) и вторую позицию — последующую или одновременную покупку опциона.

Давайте рассмотрим простое хеджирование на основе опциона, исследуя, как может быть использован опцион "пут" для ограничения потерь капитала или защиты прибыли. Представим, что инвестор Борис Хонестер хочет купить 100 обыкновенных акций. Будучи немного встревоженным перспективой, связанной с поведением акций, Борис решает использовать опционы с помощью хеджирования для защиты своего капитала от потерь. Следуя этому, он одновременно покупает акции и опцион "пут" на эти акции (который "покрывает" все 100 купленных акций). Лучше всего, если бы "пут" оказался недорогим опционом с курсом исполнения, близким к текущему рыночному курсу акций. Предположим, г-н Хонестер покупает обыкновенные акции по 25 долл. и уплачивает 150 долл. за опцион "пут" с курсом исполнения 25 долл. Теперь независимо от того, что случится с курсом акций в течение срока действия опциона, Борис может потерять не более 150 долл., в то же время для возможного дохода от операции ограничений

ТАБЛИЦА 11.6 **Защита дохода хеджированием на основе опциона "пут"**

		Акция	Трехмесячный опцион "пут" с курсом исполнения 75 долл.
Курс покупки акции (некоторое время назад)		35 долл.	
СЕГОДНЯ			
Рыночный курс акции		75 долл.	
Рыночный курс опциона "пут"			2,5 долл.
ТРИ МЕСЯЦА СПУСТЯ			
А. Курс акции вырос до		100 долл.	
Стоимость опциона "пут"			0
Прибыль:			
100 акций (100 долл. – 35 долл.)	6500 долл.		
Минус затраты на опцион "пут"	– 250 долл.		
Прибыль	6250 долл.		
Б. Курс акции упал до		50 долл.	
Стоимость опциона "пут" (см. формулу его оценки)			25 долл.
Прибыль:			
100 акций (50 долл. – 35 долл.)	1500 долл.		
Стоимость опциона "пут" (прибыль)	2500 долл.		
Минус затраты на опцион "пут"	– 250 долл.		
Прибыль	3750 долл.		

нет. Если курс акций не изменится, Борис потеряет стоимость опциона; если курс акций упадет, то сумма, которая будет потеряна на акциях, возместится опционом "пут". Однако если курс акций возрастет (как ожидалось), опцион "пут" станет бесполезным и Борис получит прирост капитала от акций. Суть опционного хеджирования показана в табл. 11.5. 150 долл., уплаченные за опцион "пут", — это "омертвленные", безвозвратные затраты, и они потеряны вне зависимости от того, что произойдет с акциями. На самом деле это цена, уплаченная за хеджирование. Более того, хеджирование полезно, только пока инвестор владеет опционом "пут". Когда срок действия опциона "пут" истечет, Борис должен заменить его другим опционом "пут" или забыть о страховании своего капитала.

Другой основной способ хеджирования с опционом предполагает заключение или приобретение опционного контракта *после того*, как от соответствующих акций прибыль уже получена. Это делается из-за инвестиционной неопределенности или с учетом налогообложения (чтобы перенести прибыль на другой финансовый год). Например, если Ванда Вильсон купи-

ла 100 акций по 35 долл., а их курс возрос до 75 долл., с каждой акции может быть получен курсовой доход в 40 долл., который необходимо защитить. Прирост капитала можно было бы защитить хеджированием с опционом "пут". Предположим, Ванда покупает трехмесячный "пут" с курсом исполнения 75 долл. за 250 долл. Теперь независимо от того, что случится с акциями за время действия опциона, мисс Вильсон гарантирована минимальная прибыль в 3750 долл. (4000 долл. полученного ранее прироста капитала по акциям минус 250 долл., затраченные на опцион). Это показано в табл. 11.6. Обратите внимание на то, что, если бы курс акций упал, самое худшее, что могло бы случиться, так это получение гарантированной прибыли в 3750 долл. Кроме того, *не существует ограничений на объем прибыли, который можно извлечь;* пока курс акций будет расти, инвестор будет получать выгоду. (Обратите внимание на то, что, хотя этот пример касается хеджирования на основе опциона "пут", должно быть ясно, что хеджирование на основе опциона "колл" также может использоваться для уменьшения потерь или защиты прибыли при продаже "без покрытия". Например, когда акции продаются "без покрытия", опцион "колл" может быть куплен для защиты спекулянта, продающего "без покрытия", от возможного роста курсов акций, в этом случае результаты будут аналогичны изложенным выше.)

Выпуск опционов и игра на спреде

Появление биржевых опционов привело к возникновению множества занимательных стратегий торговли ими. И все же, несмотря на видимую привлекательность таких вариантов действий, существует одна точка зрения, с которой соглашаются все эксперты: *столь специализированные торговые стратегии могут использоваться только опытными инвесторами, хорошо разбирающимися во всех их тонкостях.* Наша задача сейчас заключается не в овладении этими специфическими стратегиями, а в получении общих представлений о них и о том, как они действуют. Существует два вида специализированных опционных стратегий: 1) выпуск опционов; 2) комбинирование.

Выпуск опционов. Как правило, андеррайтеры опционов подписывают контракт, когда предчувствуют, что курс соответствующих акций может измениться в их пользу, т.е. не будет возрастать в такой степени, как ожидают покупатели опционов "колл", или падать настолько, насколько рассчитывают покупатели опционов "пут". *Чаще всего андеррайтеры опционов бывают правы;* следовательно, они получают прибыль гораздо чаще, чем покупатели опционов "пут" и "колл". Такой благоприятный для них перевес объясняется отчасти экономическими мотивами выпуска опционов "пут" или "колл". Выпуск опционов представляет собой для лиц, занимающихся ими, инвестиционные сделки, поскольку они получают опционную премию целиком (конечно, за вычетом нормальных трансакционных издержек) в обмен на договоренность действовать на условиях опциона.

Опционы "без покрытия" *— это опционы, выпущенные на ценные бумаги, не являющиеся собственностью андеррайтера опциона.*

Андеррайтеры могут выпускать опционы двумя способами. Один из них состоит в выпуске **опционов "без покрытия"**, являющихся опционами на акции, которых нет в собственности андеррайтера опциона. Андеррайтер просто выпускает опцион "пут" или "колл", получает на акции опционную премию и надеется на то, что курс соответствующих акций не изменится в ущерб его интересам. В случае успеха выпуск опционов "без покрытия" мо-

жет быть высокоприбыльным благодаря очень небольшому размеру требующегося капитала. Однако следует помнить, что *сумма дохода для андеррайтера всегда ограничена размером получаемой опционной премии.* При этом не существует ограничений на риск потерь. И в этом заключается ловушка: курс соответствующих акций может возрастать или снижаться на любую величину в течение срока действия опциона и таким образом наносить удар андеррайтеру опциона "пут" или "колл" "без покрытия".

Опционы "с покрытием" — *это опционы, выпущенные на акции, являющиеся собственностью андеррайтера опционов (или проданные им "без покрытия").*

Вероятность такого риска может быть частично компенсирована продажей **опционов "с покрытием"**, что означает продажу опционов на акции, которыми андеррайтер уже владеет или продал "без покрытия". Инвестор, к примеру, мог бы выпустить опцион "колл" на акции, которыми он владеет, или опцион "пут" на акции, которые он продал "без покрытия". Следуя этому пути, андеррайтер может занять "длинную" или "короткую" позицию для выполнения условий опциона. Подобная стратегия представляет собой довольно консервативный способ извлечения достаточной для инвестора нормы доходности. Задача в этом случае заключается в том, чтобы выпустить опцион без реальной ценности, положить в карман опционную премию и надеяться на то, что курс соответствующих акций будет двигаться вверх и вниз относительно курса исполнения опциона (но не "перешагивать" его). В сущности, инвестор делает только то, что добавляет опционную премию к другим обычным источникам дохода, которые сопутствуют владению акциями или соответствуют ситуации их продажи "без покрытия". Более того, поскольку опционная премия добавляется к доходу, она также уменьшает риск, так как может быть использована для смягчения потерь в случае, когда курс акций изменяется в невыгодном для андеррайтера направлении. Но на этом пути, конечно, существует препятствие; заключается оно в том, что размер дохода для владельца опциона "с покрытием" ограничен. Если курс соответствующих акций начинает превосходить курс исполнения ("страйк") опциона, то он обретает ценность. И в какой-то момент андеррайтер начинает *терять* деньги на выпущенных опционах, поскольку с этого момента на каждый заработанный доллар с акций приходится равная сумма потерь на опционе. В этом заключается главный риск выпуска "покрытых" опционов "колл": если курс соответствующих акций уменьшается, андеррайтер будет терять на курсовой разнице. Для более полного ознакомления с продажей опционов с "покрытием" "колл" обратитесь к соответствующим положениям вставки "Проницательному инвестору".

Спред с опционами — *это объединение двух или более опционов с различными курсами исполнения и/или датами истечения срока в одной операции.*

Спред с опционами. Игра на спреде с опционами — это не что иное, как объединение двух или более опционов в одну операцию. Мы можем создать спред на опционах, к примеру, путем одновременной покупки и выпуска опционов на одни и те же акции. Это, однако, не могут быть одинаковые опционы. Они должны различаться курсом исполнения и/или датой окончания срока. Игра на спреде — очень распространенный способ использования биржевых опционов, и она занимает значительное место в торговле на опционных биржах. Подобные операции носят такие экзотические названия, как спреды "быков", спреды "медведей", денежные спреды, вертикальные спреды и спреды "бабочек". Каждый отличается от других и необходим для достижения конкретной инвестиционной цели. Рассмотрим, к примеру, вертикальный спред. Этот особый тип спреда образуется путем *покупки* опциона "колл" с одним курсом исполнения ("страйк") и *выпуска* опциона "колл" (на

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Продажа опционов "с покрытием". Ведет ли она прямой дорогой к прибыли?

Большинство людей думают, что опционы — наиболее прибыльная спекуляция на Уолл-стрите. Опционы "пут" и "колл" стали рыночной витриной "двухдолларовых" брокеров, но, как вам расскажут сами брокеры, на каждого азартного игрока, которому удается заработать деньги, приходится девять, оказавшихся в проигрыше. Но все они имеют в виду *покупку* опционов. Продажа опционов "колл" на акции, которыми вы уже владеете, известная как выпуск опционов "с покрытием", гораздо менее рискованна. Действительно, многие хорошо осведомленные и предусмотрительные инвесторы продают опционы, чтобы выжать дополнительный доход из своего владения акциями, оплатить часть расходов на покупку акций, пользующихся спросом, или застраховаться от больших потерь.

Выпуск опционов "колл" "с покрытием" — наиболее консервативная операция среди всех операций с опционами. В ответ на обязательство продать акции из вашего портфеля по заранее установленному курсу вы получаете доход от инвестора, который желает получить право на покупку у вас этих акций по конкретному курсу. Допустим, вы владеете 100 акциями компании "Ханивелл", которые купили недавно по 73 долл. за акцию. Вы решаете продать опцион "колл", который предоставит покупателю право получить акции из ваших рук по 80 долл. за акцию в любой момент в течение трех последующих месяцев. Покупатель уплачивает вам взнос в размере 170 долл., называемый премией. Поскольку вы все еще являетесь владельцем акций, то получаете на них дивиденды, несмотря на то, что опцион сохраняет силу. Если покупатель использует "колл" и покупает у вас акции, то вы продадите свои акции за сумму, на 700 долл. превышающую ту, которую уплатили за них сами. Вы также уже получили премию в 170 долл. и 47,5 долл. дивидендов. Доходность ваших инвестиций в годовом исчислении *после* вычета 215 долл. комиссионных составит 38%.

Покупатель опциона "колл" надеется, что курс акций возрастет; если этого не произойдет, то он не будет использовать свой опцион и вы сохраните акции плюс премию в 170 долл. Если бы курс акций компании "Ханивелл" упал ниже 73 долл., которые вы за них заплатили, то доход, полученный вами по опциону, покроет часть ваших учетных потерь. *Риск, которому вы подвергаетесь при выпуске опционов "колл" "с покрытием", заключается в возможном резком скачке курсов на акции выше курса исполнения опциона.* Скажем, курс акций "Ханивелл" возрос до 85 долл. Тогда ваши акции будут куплены у вас по курсу исполнения 80 долл., и вам придется уступить потенциальный прирост капитала в 500 долл. Чтобы предотвратить такое развитие событий, вы могли бы выкупить обратно выпущенный опцион. Но вам придется заплатить около 600 долл., поскольку опцион возрастет в цене вместе с акциями. Поэтому вам не следовало бы продавать опцион "колл" "с покрытием", если вы не готовы продать свои акции. Как говорит Дрейк Лоуренс, менеджер счетов в брокерской конторе Миннеаполиса "Дайн Босворс": "Самые высокие доходы — от премий, дивидендов и прироста капитала — получаются тогда, когда используются опционы".

Источник: Gretchen Morgenson, "Options", *Money*, October 1984, p. 69.

те же акции и с тем же сроком действия) с другим, более высоким курсом исполнения, например путем покупки февральского "колла" на *XYZ* с курсом исполнения, скажем, 30 дней и одновременной продажи (выпуска) февраль-

ского "колла" на *XYZ* с курсом "страйк" 35 дней. Как ни странно это может звучать, но такая позиция принесла бы изрядный доход, если бы курс соответствующих *XYZ* акций возрос всего лишь на несколько пунктов. Другие спреды применяются для получения прибыли от понижения рыночной конъюнктуры, третьи нацелены на получение денег, когда курс соответствующих акций поднимается *или* падает! Вне зависимости от цели большинство спредов создаются для использования преимуществ от разницы в преобладающих ставках опционных премий. Доход от комбинированных опционов обычно значителен, но таков же и риск. Действительно, некоторые спреды, которые на первый взгляд почти не содержат риска, могут привести к разорительным последствиям, если рынок и расхождение (или разница) между опционными премиями "поведут себя" против инвестора.

"Стреддл" с опционами — *это одновременная покупка (или продажа) опционов "пут" и "колл" на одни и те же обыкновенные акции.*

Разновидностью рассматриваемой стратегии комбинирования является **"стреддл" с опционами**, т.е. *одновременная* покупка (или продажа) опционов "пут" и "колл" на одни и те же обыкновенные акции. В противоположность спредам "стреддл" обычно включает одинаковые курсы исполнения и даты истечения опционов. В этом случае цель заключается в получении прибыли *либо* от увеличения, *либо* от уменьшения рыночных курсов соответствующих акций. Другими словами, принципы использования "стреддлов" во многом подобны тем, которые применяются в создании спредов: выстраивать инвестиционную позицию на комбинации опционов, которая позволяет инвестору воспользоваться преимуществами определенных видов курсовой динамики акций. Но необходимо иметь в виду, что если курсы соответствующих акций и/или опционные премии поведут себя не так, как от них ожидали, то инвестор понесет убытки. *Спреды и "стреддлы" чрезвычайно сложны, и с ними не следовало бы иметь дело новичкам в деле инвестирования.*

Опционы на фондовые индексы

Представьте, что вы в состоянии купить или продать главный индекс рынка акций, такой, как "Стэндард энд пур'з 500", и по умеренной цене! Что же нужно для этого сделать? Если вы почувствуете, что рыночная конъюнктура возрастает, то можете вложить деньги в ценные бумаги, которые следуют курсовой динамике, отраженной в индексе "Стэндард энд пур'з 500", и заработать деньги, когда конъюнктура рынка будет повышаться. В этом случае вам не пришлось бы более подвергаться случайностям в процессе выбора тех определенных акций, которые, как вы *надеетесь*, "оседлают" рыночную конъюнктуру. Точнее, вы смогли бы *играть на рынке в целом.* Словом, это именно то, что могут делать инвесторы с помощью *опционов на фондовые индексы* "пут" и "колл", которые оформлены на главные индексы фондового рынка. Несмотря на то что опционы на индексы вошли в практику операций сравнительно недавно (с 1983 г.), они стали необыкновенно популярны среди индивидуальных и институциональных инвесторов. Действительно, объем торговли опционами на индексы составляет около половины всех акционерных опционов. Такой объем — просто рекорд, если учесть, что почти вся торговля опционами на индексы ограничена всего лишь шестью разновидностями контрактов, тогда как торговля опционами на акции имеет более *600* разновидностей. Давайте теперь перейдем к более подробному рассмотрению этих популярных и часто высокоприбыльных инструментов инвестиций.

Условия контрактов

По существу, **опцион на индексы** — это не что иное, как опцион "пут" или "колл", выпущенный на конкретный индекс фондового рынка, подобный индексу "Стэндард энд пур'з 500". Соответствующей ценной бумагой в этом случае является конкретный рыночный индекс; таким образом, когда рыночный индекс движется в том или ином направлении, стоимость опциона на индексы движется в том же направлении. Поскольку за этими опционами не стоят ни акции, ни другие финансовые активы, то для выполнения расчетов по контракту используется наличность. Характерно, что стоимость *опциона на индексы*, выраженная в наличных денежных средствах, равняется публикуемому значению фондового индекса, лежащего в основе опциона, умноженному на 100. Таким образом, если значение индекса "Стэндард энд пур'з 500" составляет 238, стоимость опциона на него в денежном выражении составит: 100 долл. × 238 = 23 800 долл. Если соответствующий индекс на рынке движется вверх или вниз, так же ведет себя и стоимость опциона в денежном выражении.

В начале 1989 г. опционы заключались на:

- индекс "Стэндард энд пур'з 500" (Чикагская биржа опционов);
- индекс "Стэндард энд пур'з 100" (Чикагская биржа опционов);
- индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (Нью-Йоркская фондовая биржа);
- индекс "Вэлью Лайн" (Филадельфийская биржа);
- индекс Национальной рыночной системы внебиржевого рынка (Филадельфийская биржа);
- индекс "Мейджор маркет" (Американская фондовая биржа);
- индекс "Инститьюшнл" (Американская фондовая биржа);
- индекс "Интернешнл маркет" (Американская фондовая биржа);
- индекс "Файненшл ньюс композит" (Тихоокеанская биржа).

Намного более популярен опцион на индекс "Стэндард энд пур'з 100"; действительно, из всех биржевых опционов *торговля этими опционами ведется наиболее активно*. Как показывает представленный выше список, опционы охватывают не только популярные индексы "Стэндард энд пур'з" и Нью-Йоркской фондовой биржи, но также индекс "Вэлью Лайн" (1700 разновидностей акций отслеживались аналитическим агентством "Вэлью Лайн инвестмент сервис") и индекс 100 активно продающихся и покупающихся акций Национальной рыночной системы. Существует даже индекс, базирующийся на 75 видах акций, наиболее популярных у институциональных инвесторов (индекс "Инститьюшнл"), а также еще один (индекс "Интернешнл маркет"), в основе которого лежат 50 разновидностей иностранных акций, причем торговля ими ведется в США в форме американских депозитарных расписок *(ADR)*. И хотя самый популярный индекс из всех — среднюю Доу Джонса для промышленных компаний *(DJIA)* — не разрешено использовать для подобного опциона, Американская фондовая биржа предоставила другой индекс ("Мейджор маркет") для дублирования индекса Доу Джонса.

Опционы на индексы существуют как в форме опционов "пут", так и в форме опционов "колл". Их стоимость оценивается, и они имеют те же характеристики, что и любые другие опционы "пут" и "колл". То есть *опцион "пут"* позволяет держателю получить прибыль от *падения* рыночных курсов

(когда соответствующий рыночный индекс понижается, стоимость опциона "пут" возрастает), в то время как *"колл"* дает возможность держателю получить прибыль от *роста курсов*. Как видно из рис. 11.7, такие опционы даже имеют систему котировок, которая, в сущности, идентична той, что принята для опционов на акции "пут" и "колл".

Оценка стоимости опционов на индексы

Как и для опционов на акции, рыночная цена опционов на индексы является функцией от разницы между курсом исполнения опциона (которая выражается в тех же единицах, что и соответствующий индекс) и последним опубликованным значением фондового индекса. Для примера рассмотрим весьма популярный индекс "Стэндард энд пур'з 100", торговля которым ведется на Чикагской бирже. Как следует из котировок опциона на индексы, представленных на рис. 11.7, значение индекса при закрытии биржи составляло 296,91; в то же время курс исполнения июльского *опциона "колл"* на этот индекс составил 290. Поскольку *опцион "колл"* на индекс будет иметь ценность, пока значение соответствующего индекса превосходит курс исполнения опциона (все прямо противоположно для *"пута"*), расчетная (скрытая) стоимость этого опциона составит: 296,91 – 290 = 6,91. Как мы видим из котировки, опцион "колл" продавался за $14^1/_8$, что на 7,21 пункта выше подлинной стоимости опциона "колл". Эта разница, естественно, представляет собой инвестиционную премию. Как правило, сумма инвестиционной премии по опциону на индексы имеет тенденцию *к увеличению для* опционов с *более продолжительным сроком действия* (обратите внимание на разницу между майским и июльским опционами) и при менее устойчивых рыночных условиях. Возвращаясь к нашему примеру, отметим, что если бы индекс "Стэндард энд пур'з 100" возрос до 310 к концу июля (окончание срока для опциона "колл"), то этот опцион котировался бы на уровне 30 (310 – 280). Поскольку все опционы на индексы оцениваются как кратные 100 долл., то этот опцион стоил бы 3000 долл. Если бы инвестор купил опцион, когда он продавался за $14^1/_8$, т.е. стоил 1412,5 долл. (14,125 × 100 долл.), то чуть более чем через два месяца он мог бы получить прибыль в 1587,5 долл. (3000 долл. – 1412,5 долл.). Из этого примера должно быть ясно, что, являясь производной ценной бумагой, *опционы на индексы оцениваются в соответствии с поведением рынка и самих фондовых индексов*. Так, опцион "колл" стоит дороже, если в будущем ожидается повышение конъюнктуры рынка, в то время как опцион "пут" стоил бы дороже в случае снижения конъюнктуры.

Использование в целях инвестирования

Хотя опционы на индексы могут, конечно, использоваться для создания спредов или как "стреддлы", они чаще всего применяются в целях спекуляции или хеджирования. Как объекты спекуляции они дают инвестору возможность играть на рынке с относительно небольшим капиталом.

К примеру, если инвестор предполагает, что рынок будет испытывать повышательную тенденцию, он может воплотить свои ожидания в покупку опциона "колл" на один из рыночных индексов. Пусть, скажем, значение индекса "Стэндард энд пур'з 500" составляет 235 и наш инвестор чувствует

INDEX TRADING

OPTIONS

Chicago Board

S&P 100 INDEX

Strike[1] Price	Calls–Last[2] May	Calls–Last Jun	Calls–Last Jul	Puts–Last[3] May	Puts–Last Jun	Puts–Last Jul
260	38	39	....	....	3/16	1/2
265	32 3/4	34	....	1/16	1/4	5/8
270	27	29 1/2	32 1/2	1/16	3/8	1
275	22 1/8	23 5/8		1/16	5/8	1 1/2
280	17 1/8	19 1/4	22	1/16	1	2 1/8
285	12 1/4	14 3/4	18	1/8	1 5/8	3 1/8
290	7 3/8	10 5/8	14 1/8	5/16	2 5/8	4 1/4
295	3 1/8	7 1/4	10 3/4	1 5/16	4 1/4	5 7/8
300	13/16	4 1/2	7 3/4	4	6 7/8	8
305	1/8	2 5/8	5 3/8	8 3/4	9 3/4	10 1/4
310	1 7/16	....	3 5/8	....	13 7/8	13 3/4

Total call volume 178,364 Total call open int. 330,898
Total put volume 136,154 Total put open int. 516,277
The index: High 297.56; Low 294.56; index close 296.91

S&P 500 INDEX

Strike Price	Calls–Last May	Calls–Last Jun	Calls–Last Sep	Puts–Last May	Puts–Last Jun	Puts–Last Sep
175	....	141	....	....	1/16	....
260	....	....	....	....	1/16	....
275	....	....	....	....	1/16	1 1/8
280	....	39 1/8	....	....	1/8	1 1/2
285	32 3/8	34 1/4	....	....	....	....
290	....	....	....	....	3/8	2 1/4
295	22 7/8	....	....	....	9/16	3 1/8
300	17 7/8	20	....	1/16	13/16	3 1/2
305	12 3/4	15 1/2	20 1/2	1/16	1 3/8	....
310	7 1/2	11 1/2	17 3/8	3/16	2 3/16	5 7/8
315	3 5/8	7 3/4	14 3/4	1	3 3/4	7 3/8
320	1	5	12 3/4	3 1/8	5 7/8	....
325	3/16	3	....	....	8 1/8	....
330	....	1 5/8	7 1/4	....	....	....
350	....	1/8	2 3/8	....	32 5/8	29

Total call volume 12,457 Total call open int. 236,110
Total put volume 9,918 Total put open int. 230,045
The index: High 317.94; Low 315.11; Close 317.48, +2.20.

American Exchange

MAJOR MARKET INDEX

Strike Price	Calls–Last May	Calls–Last Jun	Calls–Last Jul	Puts–Last May	Puts–Last Jun	Puts–Last Jul
430	....	55 7/8	....	....	3/8	....
435	....	....	....	....	1/2	....
440	....	....	....	....	9/16	....
445	37 1/8	....	....	....	3/4	....
450	31 3/8	....	....	....	15/16	2 5/16
455	28 1/2	30 3/4	35 1/2	1/16	1 3/16	3 1/4
460	23 1/4	25 5/8	....	1/16	1 11/16	3 5/8
465	20 1/8	22	26	1/8	2 3/8	4 3/4
470	1/4	3 3/8	5 5/8	13	16 1/4	23 1/8
475	8 5/8	14 1/4	21 3/8	11/16	4 3/4	8 3/8
480	4 3/4	11 1/4	16 5/8	1 15/16	6 3/8	8 3/4
485	2 1/8	8 1/2	13 1/8	4 1/4	8 1/2	11
490	13/16	6	11 3/4	6 1/2	10 3/4	14 1/2
495	5/16	4 1/8	7 7/8	25	13 3/8	17 3/8
500	1/8	2 7/8	7 1/4	....	17 5/8	21 3/8
505	5	2	5 3/4	....	....	....

Total call volume 35,127 Total call open int. 66,116
Total put volume 28,023 Total put open int. 65,091
The index: High 484.31; Low 479.38; Close 482.90, +3.24.

РИС. 11.7. **Котировки опционов на индексы**

Система котировок, используемая для опционов на индексы, аналогична той, что применяется для опционов на акции: цены для опционов "пут" и "колл" представлены по отношению к датам истечения (май, июнь или июль) и курсам их исполнения; значения индексов при закрытии биржи также представлены в таблице (см. строку *The index close*). (*Источник: The Wall Street Journal.*)

Примечание научного редактора

Представленные колонки аналогичны по смыслу. На рисунке показаны котировки контрактов на три разных индекса: "Стэндард энд пур'з 100 и 500", а также на индекс "Мейджор маркет", являющийся весьма близким аналогом промышленной средней Доу Джонса.

[1] Курс исполнения опциона на индексы.

[2] Курс на момент окончания биржевой сессии по опциону "колл" на индексы.

[3] Цена опциона "пут" на индексы на момент окончания биржевой сессии.

уверенность в том, что индекс возрастет до 250 в течение следующих двух месяцев (инвестор уверен, что состояние рынка таково, что он вскоре сделает рывок). Чтобы поддержать свои ожидания, он покупает три 60-дневных опциона *"колл"* на этот индекс. Опционы имеют курс исполнения 235 и котируются по $2^1/_2$. Поскольку каждый опцион "колл" стоит 250 долл. (т.е. 2,5 × 100 долл.), наш инвестор может действовать на рынке с суммой 750 долл. (цена трех опционов "колл"). Теперь если рынок действительно будет испытывать повышательное движение и индекс "Стэндард энд пур'з 500" поднимется, скажем, до 248,5 к дате истечения опциона "колл", то инвестор получит прибыль в 3300 долл.

Стоимость каждого опциона "колл" на дату истечения (рыночная цена минус курс "страйк" = 248,5 – 235,0)	13,5
Минус затраты на опцион "колл"	– 2,5
	11,0
Умножаем на коэффициент приведения в денежное выражение	× 100,00 долл.
Прибыль на каждый опцион "колл"	1100,00 долл.
Умножаем на количество опционов "колл" инвестора	× 3
Совокупная прибыль	3300,00 долл.

Поскольку прибыль была получена от инвестиций в размере всего 750 долл. (кстати, это самое большее, что могло быть потеряно в результате этой сделки), то доходность за период владения в этой сделке составляет очень привлекательную величину — 440% (3300 долл./750 долл. × 100%). Таким образом, как и любой другой опцион "пут" или "колл", *опционы на индексы обеспечивают привлекательные возможности для использования "эффекта рычага" и в то же время ограничивают риск потерь до величины цены, уплаченной за опцион.*

Опционы на индексы привлекательны и как инструмент хеджирования. Например, одним из способов защиты портфеля обыкновенных акций от неблагоприятной рыночной конъюнктуры является покупка опциона "пут" на фондовые индексы. Если вам кажется, что активность фондового рынка спадает, а вы владеете портфелем, скажем, с десятком различных акций, то можете обезопасить капитал, продав все акции. Однако это может стать довольно дорогим удовольствием, особенно если вы планируете вернуться на рынок акций после улучшения конъюнктуры. Одним из способов не только сохранения акций, но и получения прибыли является хеджирование портфеля активов с помощью опциона "пут" на индексы. В этом случае, если рыночная конъюнктура действительно падает, вы получите деньги от опцио-

нов "пут", которые могут быть затем использованы для покупки акций по более низким выгодным курсам. Если же рыночная активность не спадет, а, напротив, будет нарастать, то вы потеряете только стоимость опциона "пут", что могло бы быть возмещено за счет увеличившейся стоимости ваших акций. Принципы хеджирования для опционов на индексы таковы же, как и для опционов на акции (которые рассматривались ранее в этой главе). Единственная разница в том, что с опционами на индексы мы пытаемся защитить *весь портфель* акций, а не акции *одного вида*.

Однако необходимо иметь в виду одно важное соображение. Дело в том, что сумма прибыли, которую вы получаете или защиты которой добиваетесь, зависит в основном от того, насколько точно поведение опциона на *индекс*, применяемый для хеджирования, соответствует поведению вашего *портфеля* акций. Ведь *нет гарантии*, что они будут вести себя одинаково! Поэтому необходимо тщательно подходить к оценке опциона на индекс, чтобы выбрать наиболее точно отражающий характер акций в вашем портфеле. Если, к примеру, вы владеете некоторым количеством акций внебиржевого оборота, то вам можно посоветовать выбрать в качестве средства для хеджирования что-нибудь вроде индекса Национальной рыночной системы внебиржевого оборота *(National OTC)*; если же у вас на руках наиболее популярные акции ("блю чипс"), имеющие самый высокий курс, то вам следовало бы выбрать индекс "Мейджор маркет" (близкий по характеру к промышленной средней Доу Джонса. — *Прим. науч. ред.*). Поскольку вы должны будете жестко защищать каждый доллар своего портфеля, вы по возможности должны выбрать наиболее подходящий опцион. В конце концов, чем более он будет соответствовать активам портфеля, тем грамотнее будет хеджирование и, следовательно, выше шансы на возмещение любых потерь из вашего портфеля доходами от опционов на индексы. Другой важный фактор хеджирования портфеля — стоимость соответствующих инструментов хеджирования. Эти и другие соображения рассматриваются во вставке "Проницательному инвестору", которая касается вопроса использования опционов на индексы в хеджировании портфеля.

Поскольку опционы на индексы широко применяются и для спекуляции, и для хеджирования инвестиций, неудивительно, что они стали столь популярными среди инвесторов. Но осторожность в обращении с ними все-таки необходима. Хотя торговля опционами на индексы кажется несложной и приносящей высокую норму прибыли, в действительности эти опционы являются *высокорискованными* объектами торговли, подверженными значительной изменчивости цен, поэтому дилетантам *не следует* ими пользоваться! Действительно, при операциях с ними потери могут быть очень большими и неожиданными. От этих ценных бумаг может быть получена значительная прибыль, но они не относятся к тем инструментам инвестиций, которые вы можете купить, а затем "забыть о них", пока не истечет срок их действия, так как из-за значительных колебаний на рынке они *должны подвергаться тщательному ежедневному контролю*.

Другие виды опционов

Хотя опционы на акции и фондовые индексы составляют большую долю рыночных операций с биржевыми опционами, опционы "пут" и "колл" могут также применяться для отдельных отраслей экономики, для долговых инструментов и иностранных валют. Такие опционы используются главным образом профессиональными и институциональными биржевыми брокерами

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Использование опционов на индексы для защиты всего портфеля акций

Когда фондовый рынок начинает движение вниз, инвесторов охватывает беспокойство по поводу сохранения стоимости их портфелей. Но простое избавление от акций и помещение вырученной от их продажи суммы во взаимный фонд денежного рынка — слишком решительный шаг для большинства людей. Они не только затратили бы значительные суммы на комиссионные брокерам и налоги на прирост капитала, но также подверглись бы риску в случае, если рынок обретет "второе дыхание", увлекшись побочными направлениями вложения капитала.

Существует, однако, гораздо менее радикальный и дорогостоящий способ защиты портфелей от продажи. Большинство специалистов по рынку считают, что инвесторам следует приобретать своеобразные "страховые полисы" в форме опционов "пут". Опцион "пут" — это законный контракт, который дает держателю право в течение определенного промежутка времени продать установленное количество лежащих в его основе ценных бумаг по фиксированному курсу, получившему название курс исполнения. Опционы "пут" дают выигрыш в стоимости, когда курс соответствующих ценных бумаг падает...

Торговля опционами "пут" ведется на отдельные выпуски акций и фондовые индексы, такие, как "Стэндард энд пур'з 100" или "Мейджор маркет". Опцион "пут", основанный на фондовом индексе, предлагает несложный способ страхования стоимости всего портфеля в результате одной сделки. Это может быть особенно полезно, поскольку на многие выпуски акций, составляющие портфель инвестора, может не оказаться отдельных опционов "пут". Четыре наиболее широко используемых опциона на индексы — это опционы на индексы "Стэндард энд пур'з 500", "Стэндард энд пур'з 100", "Мейджор маркет" и составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи.

Страхование портфелей акций в общем мало отличается от других видов страхования. Чем большую защиту рассчитывают получить инвесторы и чем меньшему риску они желают подвергнуться, тем больше затраты на страхование. К примеру, предположим, что инвестор желает застраховать портфель акций стоимостью 100 000 долл. Предположим также, что после изучения характеристик главных фондовых индексов акций инвестор заключает, что "Стэндард энд пур'з 100" наиболее точно соответствует портфелю. При котировке этого индекса в 272 пункта его рыночная стоимость составила бы 27 200 долл. Так что инвестору пришлось бы купить четыре опциона "пут", чтобы приблизительно покрыть общую стоимость портфеля в 100 000 долл.

в качестве так называемых *средств, снижающих риск,* — инструментов хеджирования, используемых для защиты имеющихся акций, долговых ценных бумаг или иностранных валют. По разным причинам они не стали популярными среди индивидуальных инвесторов, но все же обеспечивают некоторые интересные инвестиционные возможности, поэтому мы все же кратко рассмотрим эти виды опционов.

Отраслевой опцион — *это опцион "пут" или "колл", оформленный на портфель акций определенного отраслевого сегмента рынка; называется также опционом на часть индекса.*

Отраслевые опционы

Отраслевой опцион подобен индексному, если не считать того, что он предназначен для более узкого сегмента рынка акций. Точнее, **отраслевой опци-**

Инвестор может принять решение о покупке четырех опционов "пут" "май 260", окончание срока которых приходится на май и имеет курс исполнения 260. Цена этих опционов (премия) составляет около 4. При переводе в доллары инвестор умножает ее на 100. Каждый опцион "пут" стоил бы около 400 долл., т.е. для всех четырех "путов" эта сумма составила бы 1600 долл. — 1,6% стоимости всего портфеля в 100 000 долл. Теперь представим, что рыночная активность падает по сравнению с существующим уровнем на 20%; это привело бы к падению индекса "Стэндард энд пур'з 100" до 218 пунктов. Каждый из опционов "пут" "май 260" оценивался бы минимум в 42 пункта (260 – 218), или в 4200 долл. После уплаты издержек инвестор получил бы прибыль на опционы "пут" в размере 15 200 долл., что компенсировало бы значительную часть из 20 000 долл. убытков по портфелю, возникших в результате 20%-го падения курсов акций.

Покупая опционы "пут" с курсом исполнения только на 12 пунктов ниже текущего значения индекса, инвестор надежно защищает свой портфель от потерь в результате первого падения индекса на 12 пунктов, или на 4,4%. Если инвестор не боится подвергнуться более высокому риску, затраты на подобную страховку могли бы быть сокращены путем покупки опционов "пут" с более низким курсом исполнения. Инвестор, желающий получить полную защиту, мог бы купить опционы с более высоким курсом исполнения, но это привело бы к росту затрат на страхование. Опционы "пут" "май 270", к примеру, стоили бы $7^1/_4$, или 725 долл. каждый.

Гаррисон Рос, эксперт по опционам компании "Дрексель Бернхейм Ламберт инкорпорейтед", считает главным для инвесторов следующий вопрос: "Вы хотите застраховаться против любых снижений конъюнктуры или просто желаете обеспечить защиту только от катастрофического падения?" По его мнению, "большинство инвесторов принадлежат ко второму лагерю".

Даже для относительно недорогих опционов "пут", таких, как "май 260", затраты на хеджирование могут приниматься в расчет, если хедж остается неиспользованным. Затраты на покупку "путов" с трехмесячным сроком действия 4 раза в год, к примеру, составили бы сумму, эквивалентную 6,4% портфеля в 100 000 долл. Один из способов сокращения затрат — это продажа опциона "пут" до того, как истечет срок его действия. Если опционы "пут" имеют курсы исполнения ниже текущих курсов лежащих в их основе ценных бумаг, то бóльшую часть стоимости они теряют в последние шесть недель до истечения срока действия.

Мистер Шеффер из "Индекс опшн эдвайзер" предлагает инвесторам продержать опционы в течение месяца, потом продать их и выкупить в следующем месяце. Таким путем можно возвратить бóльшую часть стоимости самого опциона (премии), значительно сократив затраты на хеджирование даже с учетом более высоких комиссионных, необходимых для этого.

Источник: Stanley W. Angrist, "Put Options Can Help Protect Portfolios", *The Wall Street Journal*, February 28, 1989, p. C1.

он (или опцион на часть индекса) оформляется на портфель акций определенного отраслевого сегмента фондового рынка. К примеру, Американская фондовая биржа применяет опционы "пут" и "колл" на акции фирм, занятых в области компьютерных технологий, на акции нефтяных компаний, тогда как Филадельфийская фондовая биржа котирует индексы акций компаний коммунальных услуг. Такие опционы продаются на портфель акций, которые, как предполагается, отражают в целом поведение курсов всех акций в данной отрасли. Так, в основе опциона на индекс акций компаний сферы компьютерных технологий на Американской фондовой бирже лежит индекс, составленный из 30 видов акций данного сектора экономики, взвешенных по их рыночной стоимости. По мере того как значение индекса возрас-

тает или падает (в соответствии со средневзвешенным рыночным курсом акций, составляющих этот индекс), изменяется и опционная премия. Когда отраслевой индекс возрастает, стоимость *опциона "колл"* увеличивается; когда индекс понижается, то увеличивается стоимость *опциона "пут"*. Опционы на отраслевые индексы могут быть использованы для спекулятивных целей или для хеджирования. И хотя они не получили в действительности широкого признания в качестве объектов торговли (объем торговли этими опционами остается низким), на самом деле обеспечивают инвестору возможность вкладывать относительно небольшой капитал в целую отрасль экономики.

Процентные опционы

Процентные опционы — *это опционы "пут" и "колл" на ценные бумаги с фиксированным доходом (долговые).*

Опционы "пут" и "колл" на ценные бумаги с фиксированным доходом (долговые) известны как **процентные опционы**. Определенные выпуски казначейских ценных бумаг (*среднесрочные и долгосрочные казначейские облигации*) составляют основу этих опционов, и по мере того как их курсы возрастают или падают, изменяются и премии за опционы "пут" и "колл". Опцион "колл", к примеру, позволяет держателю купить определенное количество (обычно на сумму 100 000 долл.) казначейских среднесрочных или долгосрочных облигаций конкретного выпуска по установленному курсу (курсу исполнения, или курсу "страйк") в течение оговоренного периода времени (который ограничен сроком действия опциона). Опцион "пут", напротив, дает держателю право продать соответствующие финансовые активы на аналогичных условиях. В 1989 г. торговля процентными опционами была сосредоточена на Чикагской бирже и включала четыре вида казначейских долгосрочных облигаций и три вида казначейских среднесрочных облигаций, например $8^7/_8$%-ю казначейскую долгосрочную облигацию со сроком погашения в 2019 г. и 9%-е среднесрочные облигации со сроком погашения в 1993 г. Одна заслуживающая внимания черта этих опционов заключается в том, что, как правило, они существуют *только в течение одного цикла*. То есть несмотря на то, что долговые ценные бумаги считаются лидерами среди ценных бумаг (за которыми на рынке следуют все остальные), после того как срок действия трех- или шестимесячных опционов оканчивается, *на эти казначейские ценные бумаги больше ни опционы "пут", ни опционы "колл" не выпускаются*. Причиной этому служит тот факт, что по истечении первоначального срока действия казначейских долгосрочных или среднесрочных облигаций (в виде основы опциона. — *Прим. науч. ред.*) объем вторичной торговли этими ценными бумагами оказывается недостаточным для поддержания активного рынка опционов. Таким образом, новые опционы постоянно выпускаются на новые выпуски казначейских ценных бумаг. Рынок процентных опционов является небольшим, так как большинство профессиональных институциональных брокеров предпочитают использовать процентные фьючерсные контракты или опционы на эти фьючерсы (мы будем их рассматривать в гл. 12). Пытаясь увеличить объем торговли опционами, Чикагская биржа ввела в середине 1989 г. два новых объекта торговли: *краткосрочные и долгосрочные процентные опционы*. Краткосрочный опцион базируется на ставке доходности 13-недельных казначейских векселей последнего выпуска, а долгосрочный опцион основан на средней доходности 7-, 10- и 30-летних казначейских облигаций, рассчитанной по результа-

там последних торгов по этим ценным бумагам. В отличие от стандартных процентных опционов поведение этих опционов управляется *ставкой доходности* (в большей степени, чем курсом), т.е. когда рыночная ставка процента, к примеру, возрастает, стоимость соответствующего опциона "колл" также возрастает (стоимость опциона "пут" понижается) и наоборот*. Следует добавить, что краткосрочные и долгосрочные процентные опционы могут быть исполнены только в последний день торгов. Удастся ли этим опционам вдохнуть новую жизнь в рынок процентных опционов или нет, покажет будущее. Теперь еще слишком рано об этом судить, поэтому мы ограничим нашу дискуссию стандартными процентными опционами.

Для стандартных процентных опционов цена опциона "колл" (опционная премия) увеличивается, когда доходность — ставка процента лежащей в его основе долговой ценной бумаги — *снижается***. Прямо противоположное происходит с опционами "пут". Это обусловлено тем, что подобное поведение процентных ставок вызывает увеличение или уменьшение стоимости соответствующих долговых обязательств. Вспомним из гл. 9, что падение рыночной ставки процента ведет к увеличению стоимости долгового инструмента. Поскольку опцион должен отражать рыночное поведение соответствующих ценных бумаг, к опционам применяются те же принципы оценки, что и к самим ценным бумагам. Если рыночная доходность на среднесрочные и долгосрочные казначейские облигации снижается, стоимость этих ценных бумаг и цена опционов "колл" на них будут возрастать, тогда как стоимость опционов "пут" будет снижаться. Процентные опционы привлекают инвесторов благодаря ограниченному риску потерь, а также возможности использования "эффекта рычага", которую они предоставляют, что может привести к значительному приросту капитала и очень высокой доходности инвестиций. Они также обеспечивают возможность весьма эффективного и недорогого хеджирования ценных бумаг с фиксированным доходом. Например, опцион "пут" на казначейскую долгосрочную облигацию может защитить портфель облигаций инвестора от снижения его стоимости. Такая страховка аналогична хеджированию акций: если рыночная ставка процента возрастает, стоимость опциона "пут" увеличивается и таким образом компенсирует целиком или частично снижение стоимости портфеля облигаций (из-за падения их курсов. — *Прим. науч. ред.*). В действительности процентные опционы используются не только для хеджирования, но и для спекуляции, для программ выпуска опционов, для комбинирования опционов и создания спреда. Существенно то, что они действуют такими же способами, как и опционы на акции вообще.

Обычно процентные опционы используются для игры на поведении рыночной ставки процента. Действительно, инвестор, желающий спекулировать на движении рыночной ставки процента, имеет такую альтернативу: сделать это при помощи ценных бумаг с фиксированным доходом (как

* С ростом рыночной ставки процента падает курс долговых ценных бумаг и растет их доходность. Стандартный процентный опцион зависит, как и другие опционы, от *курса* финансового актива, лежащего в его основе. (*Прим. науч. ред.*)

** В данном случае действует обычная логика опциона "колл": при росте рыночных курсов финансовых активов, лежащих в его основе, инвестору выгодно его использовать. Поэтому стандартный процентный опцион тем привлекательнее, чем выше рыночные курсы этих активов, т.е. в периоды снижения рыночных процентных ставок либо доходности долговых инструментов. (*Прим. науч. ред.*)

описано в гл. 9) или покупая опционы "пут" или "колл" на долговые инструменты. Главным преимуществом последнего варианта является то, что он дает инвестору широкие возможности, связанные с использованием курсовой динамики, при ограниченном риске. Например, если инвестор предполагает, что рыночная ставка процента в ближайшем будущем *снизится*, он может приобрести несколько опционов *"колл"* на долгосрочные облигации Казначейства США по низкой цене; затем, если рыночная ставка процента действительно снизится, стоимость опциона "колл" резко возрастет и инвестор сможет получить значительную норму прибыли на свои инвестиции. Наоборот, если инвестор считает, что рыночная ставка процента *возрастет*, он может приобрести несколько *опционов "пут"* и получить такую же прибыль. Очевидно, что способность предвидеть поведение рыночной ставки процента (что на самом деле не так уж легко) составляет ядро этой торговой стратегии, поскольку сумма прибыли или убытков от инвестиций прямо связана с тем, насколько точно инвестор предвидит динамику ставки процента. Однако из-за невысокой предрасположенности к риску использование процентных опционов, по крайней мере, снизит потенциальное воздействие неправильного решения. (Другими словами, если вы ошиблись, то не очень много потеряете на опционах "колл" в отличие от спекуляций непосредственно с облигациями.) Вследствие всеобъемлющего воздействия лежащих в основе опционов долговых ценных бумаг на динамику премии процентных опционов данные виды опционов могут использоваться *только знающими и опытными инвесторами, которые хорошо понимают механизм процентных ставок и поведение долговых инструментов.*

Валютные опционы

Валютные опционы — *это опционы "пут" и "колл" на иностранную валюту.*

Опционы валютного рынка, или **валютные опционы**, обеспечивают инвесторам возможность спекулировать на курсах валют или страховать валютные запасы. Валютные опционы распространяются на большинство стран, с которыми США имеют прочные торговые связи. Торговля этими опционами ведется на фондовой бирже Филадельфии и включает следующие валюты:

- фунт стерлингов;
- швейцарский франк;
- немецкую марку;
- канадский доллар;
- японскую иену;
- французский франк;
- австралийский доллар.

В сущности, опционы "пут" и "колл" на эти валюты дают держателю право продать или купить большие суммы определенной иностранной валюты. Однако в отличие от стандартизированных контрактов с опционами на акции или индексы специфическая единица торговли на этом рынке изменяется в зависимости от используемой валюты. Детально это представлено в табл. 11.7. Торговля валютными опционами ведется в центах или их долях на единицу соответствующей валюты в зависимости от количества используемой валюты. Так, если опцион "пут" или "колл" на британский фунт котируется, скажем, по

ТАБЛИЦА 11.7 Валютные опционы на фондовой бирже Филадельфии

Валюта, лежащая в основе контракта*	Объем контракта (в единицах валют)
Фунт стерлингов	31 250
Швейцарский франк	62 500
Немецкая марка	62 500
Канадский доллар	50 000
Японская иена	6 250 000
Французский франк	125 000
Австралийский доллар	50 000

* Фунт стерлингов, швейцарский франк, немецкая марка, канадский доллар и австралийский доллар котируются в полных центах; французский франк — в одной десятой цента; японская иена — в одной сотой цента.

6,40 (что читается как 6,4 цента), то он оценивается в 2000 долл., поскольку в основе этого опциона лежат 31 250 ф. ст. (объем, заданный условиями биржевых торгов. — *Прим. науч. ред.*), т.е. 31 250 × 0,064 = 2000.

Стоимость валютного опциона связана с обменным курсом американского доллара относительно соответствующей валюты. Например, если канадский доллар стал сильнее *относительно американского,* т.е. обменный курс вырос, то цена опциона *"колл"* на канадский доллар увеличится, а цена опциона *"пут"* упадет. Чтобы понять, как вы можете заработать деньги на валютных опционах, рассмотрим ситуацию, когда инвестор *спекулирует* на обменных курсах. Курс исполнения ("страйк") валютного опциона формулируется в понятиях *обменного курса.* Так, к примеру, курс исполнения 150 означает, что каждая единица иностранной валюты (такая, как 1 фунт стерлингов) стоит 150 центов, или 1,5 долл. США. Если инвестор владеет опционом "колл" (150) на эту иностранную валюту, он может заработать, когда позиции иностранной валюты усилятся относительно позиций американского доллара так, что обменный курс возрастет (скажем, до 155); напротив, если инвестор обладает опционом "пут" с тем же курсом исполнения (150), то он может получить прибыль от падения обменного курса (скажем, до 145). Давайте для иллюстрации используем опцион "пут" на фунты стерлингов. Допустим, мы можем купить опцион "пут" (150) с премией 1,5. Это означает, что опцион "пут" стоит 468,75 долл. (0,015 долл. × 31 250). Теперь, если обменный курс действительно упадет до 145 к окончанию срока опциона, стоимость опциона "пут" составит разницу между существующим ("спот") обменным курсом и обменным курсом, установленным в курсе "страйк". В нашем примере опционы "пут" при котировке в 5 центов стоят по 1562,5 долл. (0,05 долл. × 31 250). На каждый имеющийся у нас опцион "пут" мы можем получить прибыль в размере 1093,75 долл. (1562,5 долл. – – 468,75 долл.), и доходность за период владения в этом случае составит 233,3% [(1562,50 долл. – 468,75 долл.)/468,75 долл.]. Очевидно, что для реализации стратегии использования валютных опционов необходимо предвидение движений обменных курсов иностранных валют.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- По существу, опцион — это разновидность ценных бумаг, которая дает их владельцу право впоследствии покупать или продавать другие ценные бумаги по установленному курсу в течение установленного периода. Существуют три вида опционов: 1) "права"; 2) варранты; 3) опционы "пут" и "колл".
- "Право" — краткосрочный финансовый инструмент, позволяющий его держателю покупать обыкновенные акции нового выпуска по подписному курсу, который устанавливается на более низком уровне, чем преобладающий рыночный курс существующих акций; акционер получает определенные финансовые выгоды от нового выпуска акций, но только в том случае, если он использует "право" или продает его.
- Варрант подобен "праву", только срок его действия значительно больше. Варранты, играющие роль "приманки" при выпуске долгосрочных облигаций, позволяют их держателю приобрести обыкновенные акции корпорации по заданному курсу исполнения в течение или непосредственно перед окончанием срока действия варранта. Стоимость варранта зависит от рыночного курса соответствующих обыкновенных акций, хотя часто варранты продаются с премией благодаря их спекулятивной ценности.
- Варранты предлагают их владельцам преимущества в форме: 1) привлекательного прироста капитала; 2) низкой стоимости инвестиций; 3) "эффекта рычага", который сопутствует низкой стоимости самого варранта. Взвешивая эти преимущества, инвестор должен учитывать, что на варранты не выплачиваются дивиденды, но зато они обладают длительным сроком действия.
- Хотя иногда варранты используются для уменьшения вероятного риска, обычно в сделках они применяются прежде всего в качестве субститута (заменителя) обыкновенных акций как инструментов инвестиций, что основано на их свойстве приносить значительный прирост капитала. Стоимость варранта изменяется в прямой зависимости от курсов лежащих в их основе обыкновенных акций и приблизительно на такую же величину. Но поскольку рыночный курс варранта всегда значительно ниже, чем курс обыкновенных акций, одинаковая абсолютная величина изменения курсов предоставляет значительно более высокую доходность в относительном, процентном измерении.
- Опционы "пут" и "колл" являются намного более популярными и широко используемыми видами опционов. Эти производные ценные бумаги имеют привлекательные спекулятивные достоинства и значительный потенциал "эффекта рычага".
- Опцион "пут" позволяет своему владельцу продать определенное количество установленных ценных бумаг по фиксированному курсу в течение установленного периода; опцион "колл", напротив, дает своему владельцу право купить те же ценные бумаги по фиксированному курсу в течение установленного периода. Большинство опционов "пут" и "колл" продается с премией, размер которой зависит от продолжитель-

ности опционного контракта и спекулятивной привлекательности соответствующих финансовых активов.

- Три основные особенности опционов "пут" и "колл" состоят в: 1) курсе исполнения; 2) продолжительности срока действия; 3) цене самого опциона (опционной премии). Стоимость опциона "колл" определяется рыночным курсом лежащих в его основе ценных бумаг за вычетом курса исполнения, указанного в опционе. Стоимость опциона "пут" — это его курс исполнения минус рыночный курс ценной бумаги, составляющей предмет контракта.

- С 1973 г. Чикагская биржа опционов сделала торговлю опционами легкой и удобной: контракты были стандартизированы с позиций курсов исполнения и сроков действия, в результате торговая активность увеличилась и опционы стали широко используемым инструментом инвестиций. В настоящее время торговля биржевыми опционами сосредоточена не только на Чикагской бирже, но также на Американской, Нью-Йоркской, Филадельфийской и Тихоокеанской фондовых биржах.

- Унифицированные биржевые опционы "пут" и "колл" охватывают в настоящее время более 600 видов акций (опционы на акции), главным образом обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, девять фондовых индексов, таких, как "Стэндард энд пур'з 500" (опционы на индексы), ряд долговых ценных бумаг (процентные опционы) и иностранных валют (валютные опционы), а также небольшую группу отраслевых индексов (отраслевые опционы). Опционы на акции и индексы наиболее популярны среди инвесторов и составляют бóльшую часть объема торговых сделок с опционами "пут" и "колл".

- Опционы "пут" и "колл" могут использоваться для спекулятивных сделок, хеджирования портфеля активов или для выпуска опционов и программ комбинирования опционов.

- Агрессивные инвесторы используют опционы "пут" и "колл" либо в целях спекуляции, либо в высокоспециализированных программах выпусков, либо в стратегиях комбинирования опционов. Одна из причин популярности этих опционов у спекулянтов заключается в том, что они обеспечивают привлекательный доход при невысокой вероятности риска потерь.

- Осторожных инвесторов может привлекать покупка опционов "пут" и "колл" благодаря их низкой стоимости и ограниченному риску потери капитала. Часто осторожные инвесторы используют опционы в программах размещения опционов "колл" "с покрытием" или для хеджирования инвестиционной позиции в комбинации с другими ценными бумагами.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Опишите "права" на акции и покажите, как такие "права" связаны с преимущественными правами инвестора.

2. Как "права" на покупку некоторого числа акций по фиксированной цене могут быть использованы инвестором? Почему они имеют ограниченную привлекательность для инвесторов?

3. Предположим, компания выпустила в обращение 1 млн. обыкновенных акций и собирается выпустить еще 200 000 акций с "правами" на них. "Права" обеспечивают подписной курс в 48 долл. Если текущий рыночный курс акций составляет 53 долл., какова стоимость одного "права"?

4. Что такое варрант? Каково главное преимущество варранта?

5. Предположим, что один варрант дает своему владельцу право купить одну акцию по курсу исполнения 40 долл. Какова стоимость этого варранта? С какой премией (в абсолютном и процентном выражении) продаются варранты, если они котируются на рынке по курсу 5 долл.?

6. Почему варранты часто рассматриваются в качестве инвестиционной альтернативы обыкновенным акциям?

7. Объясните, что собой представляет использование "эффекта рычага" варранта, и покажите, почему он так привлекателен для инвесторов.

8. Курс исполнения варранта составляет 20 долл. Предположим, необходимо три варранта, чтобы купить одну акцию. По какому курсу продавался бы варрант, если бы премия составляла 20%, а рыночный курс акций — 35 долл.?

Почему использование варрантов может быть неблагоразумным?

10. Какие факторы необходимо учитывать при определении инвестиционной привлекательности варрантов? Почему курс варранта сам по себе так важен при принятии решения относительно инвестирования?

11. Опишите опционы "пут" и "колл". Выпускаются ли они так же, как и другие ценные бумаги корпораций? Объясните.

12. Что такое опционы, котируемые на фондовой бирже, и чем они отличаются от стандартных опционов? В чем состоит разница между опционной и инвестиционной премиями? Что такое производная ценная бумага? Приведите пример.

13. Предположим, что инвестор покупает шестимесячный опцион "пут" за 600 долл. Его курс исполнения составляет 80 долл., а текущий рыночный курс соответствующих акций — 75 долл. Какова величина инвестиционной премии опциона "пут"?

14. Каковы главные инвестиционные преимущества опционов "пут" и "колл"? В чем заключается риск?

15. Кратко объясните различия и сходства опционов на акции и индексы. Сравните также процентные и валютные опционы с акционерными.

16. Используя котировки опционов на акции и индексы на рис. 11.5 и 11.7 соответственно, определите опционную премию, инвестиционную премию, а также точку безубыточности для следующих опционов "пут" и "колл":

а) июньский *опцион "пут"* "Прайм компьютер" с курсом исполнения $17^1/_2$;
б) сентябрьский *опцион "колл"* "Файзер" с курсом исполнения 60 долл.;
в) июньский *опцион "колл"* "Мейджор маркет" с курсом исполнения 475 долл.;
г) июльский *опцион "пут"* "S&P 100" с курсом исполнения 300 долл.

17. Опишите различные способы использования опционов на акции инвесторами; сделайте то же самое с процентными опционами и опционами на индексы.

18. Шестимесячный опцион "колл" на определенные обыкновенные акции имеет курс исполнения 60 долл. Он может быть приобретен за 600 долл. Предположим, что курс соответствующих акций возрастет до 75 долл. за акцию к концу срока действия опциона. Какой размер прибыли придется на этот опцион за шестимесячный период владения и какова доходность за период владения?

19. Если вы почувствовали, что рыночная ставка процента в течение следующих шести месяцев будет возрастать, имеет ли смысл покупать *опцион "колл"* на долгосрочные ка-

значейские облигации? А *опцион "пут"*? Объясните, как вы можете использовать процентные опционы, чтобы получить прибыль от *падения* нормы процента.

20. Дороти Кэппел часто делает инвестиции на фондовом рынке и использует опционы на индексы. Будучи уверенной в том, что рынок близок к значительным изменениям, она решила купить опцион "пут" на индекс "Стэндард энд пур'з 100". Опцион "пут" имеет курс исполнения 290 и котируется в финансовой прессе по $4^1/_2$. Хотя индекс "Стэндард энд пур'з 100" сегодня находится на отметке 286,45, Дороти полагает, что он упадет до 265 к окончанию срока действия опциона. Какую прибыль получит Дороти и какой будет доходность за период владения, если она окажется права?

21. Предположим, что инвестор владеет уравновешенным портфелем обыкновенных акций. При каких условиях он мог бы использовать опцион на индексы для страхования своего портфеля?

    а) Объясните вкратце, как такие опционы могут быть использованы для страхования портфеля от падения рыночной конъюнктуры.
    б) Объясните, что произойдет, если рыночные курсы действительно понизятся.
    в) Что произойдет, если рыночные курсы будут возрастать?

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

11.1. Инвестиционные опционы Слейтера

Фил Слейтер — весьма преуспевающий бизнесмен из Атланты. Фирма по производству упаковочной тары, созданная несколько лет назад им и его женой Джуди, процветает. Поскольку он занят собственным делом, то сам формирует и свой пенсионный фонд. В результате он накопил значительную сумму на инвестиционном счете, главным образом благодаря следованию агрессивной спекулятивной манере инвестирования. Фил делает это потому, что, как он полагает, "никогда не знаешь, когда достигнешь дна в этом бизнесе". Фил наблюдал за акциями компании "Рембрандт пэйпер продактс" и после тщательного анализа пришел к выводу, что курс акций вот-вот начнет расти. Точнее, он предполагает, что в течение следующих шести месяцев курс акций этой компании может возрасти до 80 долл. за акцию при их текущем курсе 57,5 долл. На каждую акцию выплачивается ежегодный дивиденд в 2,4 долл., и Фил подсчитал, что в пределах шестимесячного инвестиционного горизонта он сможет получить полугодовой дивиденд. Изучая положение компании, Фил обнаружил, что она выпускает варранты (со сроком действия 8 лет и курсом исполнения 45 долл.). Она также располагает шестимесячными опционами "колл" (с курсами исполнения 50 и 60 долл.), зарегистрированными на Чикагской бирже. На каждый варрант можно приобрести одну акцию, а текущий курс варрантов составляет 15 долл.; опционы "колл" Чикагской биржи котируются по 8 долл. при курсе исполнения 50 долл. и по 5 долл. при курсе исполнения 60 долл.

Вопросы

1. Сколько альтернативных инструментов инвестиций есть у Фила, если он хочет вложить средства не более чем на шесть месяцев? А в случае двухлетнего инвестиционного горизонта?
2. Предположив, что курс акций возрастет за шестимесячный период владения до 80 долл., определите:
    а) рыночный курс варрантов в конце периода владения, если затем они будут проданы с премией в 10%;
    б) стоимость обоих опционов "колл", исходя из того, что к концу периода владения ни один из них не будет содержать инвестиционной премии;
    в) норму доходности за период владения для каждой из четырех инвестиционных альтернатив, открывающихся перед Слейтером.
3. Какой способ действия вы бы порекомендовали Филу, если он хочет просто максимизировать прибыль? Изменится ли ваша рекомендация, если другие факторы

(к примеру, сравнительный риск) были приняты во внимание вместе с доходом? Объясните.

11.2. Дилемма Фреда — страховать или не страховать

Чуть меньше 10 месяцев назад Фред Вивер из Далласа, банкир, занимающийся ипотекой, купил 300 простых акций по 40 долл. за акцию. С тех пор курс акций поднялся до 75 долл. В конце года конъюнктура рынка начала ослабевать. Фред чувствует, что общая атмосфера рынка становится угрожающей для его позиции. Его жена Денис занимается на заочных курсах по проблемам фондового рынка и недавно узнала о хеджировании с помощью опционов "пут" и "колл". Она предложила мужу использовать опцион "пут" для страхования позиций на рынке ценных бумаг. Фред, заинтересовавшись этой идеей, обсудил ее со своим брокером. Тот сообщил ему, что, действительно, необходимые для его акций опционы "пут" имеются на рынке, а именно трехмесячные опционы "пут" с курсом исполнения 75 долл. по 550 долл. (опционная премия) каждый (котирующиеся по $5^1/_2$).

Вопросы

1. Исходя из обстоятельств, влияющих на инвестиционную позицию Фреда, объясните, какие выгоды он мог бы извлечь из использования опциона "пут" в качестве средства хеджирования? Каков основной недостаток?
2. Какую минимальную прибыль получил бы Фред, если бы купил три опциона "пут" с обозначенной опционной премией? Сколько он получил бы, если бы вместо хеджирования немедленно продал свои акции по курсу 75 долл. за акцию?
3. Исходя из предположения, что Фред использует три опциона "пут" для страхования своей позиции, определите сумму прибыли, которую он получил бы, если бы к истечению срока действия опционов "пут" курс акций возрос до 100 долл. Что произойдет, если курс акций упадет до 50 долл.?
4. Следует ли ему использовать опционы "пут" в качестве средства хеджирования? Объясните. При каких условиях вы настоятельно советовали бы ему не использовать опционы "пут" с этой целью?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Boland, John C. "Winning with Warrants". *Sylvia Porter's Personal Finance*, October 1987, pp. 88—91.

Carey, David. "Options: Wall Street's New Siren Song". *Financial World*, March 24, 1987, pp. 22—24.

Curran, John J. "Selling Call Options: A Low-Risk Strategy With Stocks". *Fortune*, July 20, 1987, pp. 105—106.

Fredman, Albert J., and R.T. Nishio. "Warming Up to Debt Options". *Personal Investor*, January 1986, pp. 67—72.

Moscovitz, Steven D. "They Warrant a Look—How Warrants Work as Hedging Devices". *Barron's*, December 21, 1987, pp. 28—29.

Rachlin, Jill. "Racing the Market With Options". *U.S. News & World Report*, September 21, 1987, pp. 75—76.

Sachar, Laura. "Warrants: Less Speculation, More Leverage". *Financial World*, February 10, 1987, pp. 24—25.

Scherschel, Patricia M. "The Zip in Stock-Index Options". *U.S. News & World Report*, March 31, 1986, p. 54.

Schiffres, Manuel. "When Stock Prices Seem to be Going Nowhere, Maybe It's Time For a Call". *Changing Times*, November 1988, p. 88.

Zimmerman, Marlene. "Selling Call Options". *Sylvia Porter's Personal Finance*, August 1985, pp. 54—57.

Глава 12
Инвестиции в реальные активы, товарные и финансовые фьючерсы

Изучив эту главу, вы сможете:

- Описать особенности фьючерсного контракта, а также основные характеристики фьючерсного рынка.
- Распознавать главные товарные биржи и объяснять роль, которую хеджеры и спекулянты играют на этих биржах, включая моменты получения прибыли и возникновения потерь.
- Проводить различие между биржевым товаром и финансовым фьючерсом, а также между фьючерсным контрактом и опционом на фьючерсный контракт.
- Научиться оценивать различные способы заключения сделок, которые могут быть использованы для этих ценных бумаг, и понимать, каким образом может быть измерен доход от этих инвестиций.
- Объяснять соотношение "риск — доходность" для фьючерсов и различные стратегии инвестирования, которым могут следовать инвесторы в случае сделки с биржевыми товарами и финансовыми фьючерсами.
- Показать способность разбираться в инвестиционных характеристиках и пригодности для инвестирования золота и других материальных активов, таких, как серебро, стратегические металлы, алмазы и предметы коллекционирования.

Не хотите ли купить немного меди? Ну а как насчет золота, свинины или фанеры? Может быть, вам больше по вкусу японская иена или швейцарский франк? Звучит немного необычно? Возможно. Но все эти отдельные предметы имеют одну общую черту: они представляют собой объекты инвестирования, которые известны миллионам инвесторов. Более необычная и спекулятивная область инвестирования — биржевые товары и финансовые фьючерсы. И в самом деле, риски здесь огромны, но и доходность на этих рынках может быть просто феноменальной. Например, 1500 долл., вложенные во фьючерсный контракт на бензин в январе 1989 г., принесли 7500 долл. прибыли менее чем за пять месяцев. Очевидно, что для этого необходимы удача, настойчивость, практические знания и опыт. *Подобные специфические объекты инвестиций требуют от инвестора особого искусства.* Мы рассмотрим эти сферы инвестирования, обращая внимание не только на их суть, но и на то, каким образом они могут быть применены в различных инвестиционных программах. Прежде всего мы исследуем фьючерсный рынок как таковой, а затем изучим процесс вложения капитала в биржевые товары и финансовые фьючерсы. Закончим же мы эту главу кратким обзором инвестиционных особенностей и достоинств других типов специальных объектов инвестиций — так называемых *инвестиций в материальные активы,* такие, как золото, драгоценные металлы и камни, марки, монеты и антиквариат.

ФЬЮЧЕРСНЫЙ РЫНОК

Объем фьючерсной торговли в Соединенных Штатах значительно вырос за последние 10—15 лет, поскольку все большее число инвесторов обращалось в последние годы к фьючерсной торговле как способу получения высококонкурентной нормы прибыли. Но это *не* традиционные товарные контракты, которые привлекали многих из этих инвесторов, а скорее новые инвестиционные инструменты. Главная причина увеличения объемов фьючерсной торговли — *это значительное увеличение числа и повышение разнообразия пригодных для торговли контрактов.* Таким образом, к традиционно лидирующим товарам, таким, как зерно и металлы, добавились крупный рогатый скот, продукты переработки сырой нефти и бензина, иностранные валюты, ценные бумаги денежного рынка, среднесрочные и долгосрочные казначейские облигации США, евродолларовые ценные бумаги и обыкновенные акции (через фондовые индексы). Существуют даже биржевые опционы "пут" и "колл" на фьючерсные контракты. Все эти товары и финансовые активы продаются на так называемом фьючерсном рынке.

Рыночная структура

Наличный рынок — *это рынок, где продукт или товар меняет владельца в обмен на сумму наличными во время завершения сделки.*

Фьючерсный рынок — *это организованный рынок для торговли фьючерсными контрактами.*

Когда продается бушель пшеницы, сделка осуществляется на **наличном рынке**; другими словами, бушель меняет владельца в обмен на цену, уплачиваемую наличными продавцу. Сделка происходит в данном месте и в данное время и является законченной именно здесь и именно в это время. Большинство традиционных товаров продается на рынке такого типа. Однако бушель пшеницы также может быть продан на **фьючерсном рынке**; в таком случае продавец не обязательно должен доставлять пшеницу ранее некоторого достигнутого во взаимном соглашении срока в будущем. В результате сделка не будет завершена в момент ее заключения; продавец получит часть платы за бушель пшеницы во время заключения соглашения, а ос-

тальную часть — в момент доставки товара. Покупатель, в свою очередь, становится владельцем высоколиквидного фьючерсного контракта, которым может владеть (и который может быть предъявлен для поставки бушеля пшеницы) или продать на фьючерсном рынке. Не имеет значения, что покупатель сделает с контрактом, пока он остается нереализованным; продавец в любом случае взял на себя законное и обоснованное *обязательство осуществить поставку* пшеницы установленного качества к определенному сроку в будущем, а покупатель (владелец) имеет соответствующее *обязательство принять поставку* лежащего в основе контракта товара.

Во многих отношениях фьючерсные контракты весьма тесно соотносятся с опционами "колл", изученными нами ранее. Оба включают будущую поставку некоего вида товара по оговоренной заранее цене. Но имеется и *важное различие* между фьючерсным и опционным контрактами. Фьючерсный контракт *обязывает* сторону купить или продать специально оговоренное количество данного товара по установленной цене до обозначенного срока или в срок, если только контракт не аннулирован до истечения его срока; напротив, опцион дает его владельцу *право* купить или продать определенное количество материальных или финансовых активов по определенной цене в течение специально оговоренного периода. В равной степени важно, что риск потери при опционе ограничивается ценой (премией), уплачиваемой за него, в то время как фьючерсный контракт не имеет ограничения на возможные потери.

Главные биржи

Хотя история фьючерсных контрактов может быть прослежена от библейских времен, их организованное использование в США не встречается ранее середины XIX столетия. Впервые они появились в аграрном секторе экономики, где отдельные лица, которые производили, владели и/или перерабатывали пищевые продукты, отыскивали пути защиты от неблагоприятного движения цен. Впоследствии фьючерсные контракты распространились среди лиц, которые хотели зарабатывать деньги путем спекуляции на колебаниях товарных цен. Первой организованной товарной биржей в США была Чикагская срочная, открытая в 1848 г. В настоящее время фьючерсная торговля производится на 13 североамериканских биржах — 12 американских и одной канадской:

- Срочная товарная биржа Чикаго *(Chicago Board of Trade)*.
- Чикагская товарная биржа *(Chicago Mercantile Exchange)*.
- Рисовая и хлопковая биржа Чикаго *(Chicago Rice & Cotton Exchange)*.
- Товарная биржа Нью-Йорка *(Commodity Exchange of New York)*.
- Международная нефтяная биржа *(International Petroleum Exchange)*.
- Товарная биржа Канзаса *(Kansas City Board of Trade)*.
- Среднеамериканская товарная биржа *(MidAmerica Commodity Exchange)*.
- Зерновая биржа Миннеаполиса *(Minneapolis Grain Exchange)*.
- Биржа кофе, сахара и какао (Нью-Йорк) *(New York Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange)*.
- Хлопковая биржа Нью-Йорка *(New York Cotton Exchange)*.

- Нью-Йоркская биржа фьючерсов (дочерняя компания Нью-Йоркской фондовой биржи) *(New York Futures Exchange).*
- Нью-Йоркская товарная биржа *(New York Mercantile Exchange).*
- Товарная биржа Виннипега *(Winnipeg Commodity Exchange).*

Чикагская срочная товарная биржа — огромнейшая биржа по количеству заключаемых торговых сделок. За ней следуют Чикагская товарная, Нью-Йоркская товарная биржи и Товарная биржа Нью-Йорка. На этих четырех биржах заключается более 80% всех торговых сделок на североамериканских фьючерсных биржах. В целом оборот фьючерсов на 13 главных биржах сегодня составляет ***триллион долларов;*** он во многих отношениях соперничает с фондовым рынком!

Каждая биржа проводит операции с тем или иным видом фьючерсных контрактов, хотя некоторые из них более ограниченны по своей активности, чем другие. Например, в противовес Нью-Йоркской хлопковой бирже, которая проводит операции едва ли не с двумя видами сделок, Чикагская товарная биржа торгует свининой, крупным рогатым скотом, яйцами, пиломатериалами, картофелем, мясом индеек, маслом и золотом, как, впрочем, и различными иностранными валютами, долговыми свидетельствами и фондовыми индексами. Таблица 12.1 представляет перечень тех бирж, где продаются основные товары, финансовые фьючерсы и опционы на фьючерсные контракты. Заметьте, что большинство бирж оперирует некоторым количеством товаров и/или финансовых активов, а многие товары и финансовые фьючерсы продаются более чем на одной бирже (например, золото продается на трех биржах). Хотя биржи весьма эффективны и ежегодный объем сделок превысил отметку в 1 трлн. долл., фьючерсная торговля сопровождается **открытым аукционом** с прямым контактом продавца и покупателя, иначе говоря, члены биржи применяют систему свободного выкрика и сигналов руками, для того чтобы показать, что желают купить или продать контракт, а также курс, при котором они хотели бы это сделать. Пальцы, направленные вертикально, показывают число контрактов, которое торговец хочет купить или продать. Пальцы, направленные горизонтально, показывают доли цента выше или ниже курса последней сделки в полных центах, при котором члены биржи будут покупать или продавать.

Открытый аукцион — *это аукцион при фьючерсной торговле, когда биржевой торг происходит с помощью возгласов, жестов и сигналов руками.*

Фьючерсные контракты

Фьючерсный контракт — *это обязательство поставить определенное количество некоего вида актива к некоему установленному сроку в будущем.*

Месяц поставки — *это время, когда товар должен быть поставлен покупателю контракта; определяет продолжительность фьючерсного контракта.*

Продавец **фьючерсного контракта** берет обязательство поставить актив в будущем, а покупатель соглашается признать его. Каждая биржа устанавливает свои особые условия контракта, которые включают не только количество и качество товара, но и процедуру и месяц поставки. Например, Срочная товарная биржа Чикаго отличается тем, что каждый ее контракт на продажу сои всегда включает 5000 бушелей желтой сои 2-го класса по градации Министерства сельского хозяйства США, месяцы поставки — январь, март, май, июль, август, сентябрь и ноябрь. **Месяц поставки** по фьючерсному контракту во многом подобен сроку истечения опционов "пут" и "колл"; он устанавливает, когда должен быть поставлен товар или долговая ценная бумага, и, таким образом, определяет продолжительность контракта.

Кроме того, ***фьючерсные контракты имеют собственные часы торговли.*** В отличие от акций и облигаций, допущенных к обращению на бирже, тор-

говля которыми начинается и заканчивается в одно и то же время, обычные часы торговли для биржевых товаров и финансовых фьючерсов широко варьируются. Например, овес продается с 9.30 до 13.15 (по среднеамериканскому времени), крупный рогатый скот — с 9.05 до 12.45, векселя Казначейства США — с 7.20 до 14.00, золото — с 8.00 до 13.30 и т.д. Это создает впечатление некоторой неразберихи, но, как оказывается, биржи при таких условиях хорошо работают.

Максимальная продолжительность фьючерсного контракта — около одного года или меньше, хотя некоторые (подобно сделкам с серебром и долгосрочными казначейскими облигациями) имеют продолжительность от 2,5 до 3 лет. Таблица 12.2 содержит структурный анализ 12 различных товарных и финансовых фьючерсов и показывает, что типичный фьючерсный контракт охватывает большое количество лежащих в его основе продуктов и финансовых инструментов. Однако хотя стоимость единичного контракта обычно достаточно велика, действительная сумма капитала, требующегося для операций с этими объектами, сравнительно мала, потому что вся торговля на этом рынке происходит на основе маржи, т.е. ограниченного первоначального взноса.

Торговля

Хеджеры — *это производители и поставщики, которые используют фьючерсные контракты как способ защиты своих интересов в товаре или финансовом инструменте, лежащем в основе контракта.*

Фьючерсный рынок представлен в основном двумя типами оптовых торговцев: хеджерами и спекулянтами. Рынок просто не мог бы существовать и эффективно функционировать без них. **Хеджеры** — это производители и поставщики (к ним относятся также кредитно-финансовые институты и финансовые директора корпораций), которые используют фьючерсные контракты для защиты своих интересов, заключающихся в соответствующем товаре или финансовом инструменте. Например, если владелец скотоводческого хозяйства предполагает, что в ближайшем будущем цена на скот упадет, он будет действовать как хеджер и заключит фьючерсную сделку на скот в надежде обеспечить с ее помощью наиболее высокий из возможных уровень цены. Тем самым хеджеры обеспечивают устойчивость фьючерсного рынка и его существование. *Спекулянты*, напротив, являются источником рыночной неустойчивости. Они заключают фьючерсные контракты не потому, что им нужно защитить позицию по товару, лежащему в основе сделки, а потому, что хотят получить прибыль от резких колебаний курса фьючерсного контракта. (*Спекулянты* — это расположенные к риску инвесторы, весь интерес которых к товарному или финансовому фьючерсу сводится к ожиданиям ценовой активности и возможности получить от этого прирост капитала. — *Прим. науч. ред.*)

Механизм торговли

Фьючерсные контракты давно стали объектом торговли на рынке. Подобно обыкновенным акциям и другим традиционным инструментам инвестиций фьючерсные контракты покупаются и продаются через местные брокерские конторы. Большинство фирм имеет, по крайней мере, одного или двух человек (в некоторых случаях и больше), специализирующихся на фьючерсных контрактах; кроме того, фирмы, занимающиеся только фьючерсными контрактами, оказывают помощь частным инвесторам. Кроме существова-

ТАБЛИЦА 12.1 Где активно продаются фьючерсные контракты и опционы на фьючерсные контракты (середина 1989 г.)

	Чикагская срочная биржа *(CBOT)*	Чикагская товарная биржа *(MERC)*	Биржа Канзас-сити *(KCBT)*	Средне-американская срочная биржа *(MIDAM)*	Зерновая биржа Миннеаполиса *(MGE)*	Чикагская биржа хлопка и риса	Нью-Йоркская биржа кофе, сахара и какао *(NYCSTE)*	Нью-Йоркская биржа хлопка	Нью-Йоркская срочная биржа *(COMEX)*	Нью-Йоркская биржа фьючерсов *(NYFE)*	Нью-Йоркская товарная биржа *(NYMERC)*	Срочная биржа Виннипега *(WPG)*
• ТОВАРНЫЕ КОНТРАКТЫ												
Ячмень												F
Крупный рогатый скот		F, O		F								
Какао							F, O					
Кофе							F, O					
Медь									F, O			
Кукуруза	F, O			F								
Хлопок								F, O				
Сырая нефть											F, O	
Индекс *(CRB)*										F		
Льняное семя												F
Бензин											F, O	
Золото	F			F					F, O			
Мазут											F, O	
Свинина		F, O		F								
Пиломатериалы		F, O										
Овес	F											F
Апельсиновый сок							F					
Палладий											F	
Платина											F	
Пропан											F	
Рис						F						
Рожь												F
Серебро	F, O								F, O			
Соя	F, O			F, O								
Соевая мука, масло	F, O			F								
Сахар							F, O					
Пшеница	F, O		F, O	F	F							F

• КОНТРАКТЫ С ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТОЙ						
Австралийский доллар		F, O				
Фунт стерлингов		F, O		F		
Канадский доллар		F, O				
Западно-германская марка		F, O		F		
Японская иена		F, O		F		
Швейцарский франк		F, O		F		
Индекс долларов США					F	
• ПРОЦЕНТНЫЕ КОНТРАКТЫ						
Евродоллары (долларовые депозиты)		F, O				
Мьюни-бонд индекс *(Muni-Bond Index)**	F, O					
Векселя Казначейства США *(U.S. T-Bills)*		F, O				
Среднесрочные облигации Казначейства США	F, O				F	
Долгосрочные облигации Казначейства США	F, O			F		
• КОНТРАКТЫ НА ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ						
"Мейджор маркет"	F					
"*NYSE* композит"						F, O
"Стэндард энд пур'з 500"		F, O				
"Вэлью Лайн"			F			

Примечание. F — фьючерсные контракты; *O* — опционы на фьючерсные контракты.

В дополнение к контрактам, приведенным в этой таблице, Международная нефтяная биржа *(IPE)* также продает фьючерсные контракты на газ и нефть.

* Индекс муниципальных облигаций. *(Прим. пер.)*

ния специальных счетов по фьючерсным операциям, фьючерсная торговля и операции с акциями и облигациями ничем не различаются. Применяются одинаковые методы ведения операций, а использование маржи (первоначального взноса) является обычным методом фьючерсной торговли. Любой инвестор может купить или продать любой контракт с любым месяцем поставки и в любое время, пока это является обычным делом хотя бы для одной из бирж.

Покупка контракта относится, как принято считать, к *"длинной" позиции*, в то время как продажа контракта называется *"короткой" позицией*. Это в точности похоже на процедуру приобретения ценных бумаг или их продажу при операциях с акциями и имеет такое же значение: инвестор, который находится в "длинной" позиции, желает повышения курса, а находящийся в "короткой" хочет его падения. И "длинная", и "короткая" позиции могут быть ликвидированы путем осуществления компенсационной сделки. Спекулянт, занимающий "короткую" позицию, мог бы, например, "покрыть" свою позицию покупкой контракта на равновеликую сумму. В общем, менее чем 1% всех фьючерсных контрактов разрешается поставкой обусловленного сделкой актива; по остальным производится зачет раньше месяца поставки. Все сделки сопровождаются обычными трансакционными издержками, которые включают **комиссионные от купли и продажи**, или "круговые комиссионные", в сумме от 60 до 90 долл. за каждый осуществленный контракт. (Комиссионные от купли и продажи включают сборы за обе части сделки — куплю и продажу.) Точная величина комиссионных зависит от количества и типа заключаемых контрактов.

Комиссионные от купли и продажи — *это комиссионное вознаграждение брокеру за обе части сделки (куплю и продажу) с фондовыми ценностями.*

Торговля с маржей

Покупка с маржей означает оплату наличными только части полной цены; маржа в действительности — это сумма гарантийного взноса собственного капитала инвестора, которая принимается при совершении сделки. Торговля с маржей играет решающую роль во фьючерсных операциях, потому что *все фьючерсные контракты совершаются на маржинальной основе.* Требуемый первоначальный взнос обычно составляет от 2 до 10% стоимости контракта, что является очень низкой ставкой, если сравнивать его со взносом, принятым для сделок с обыкновенными акциями и большинством других видов ценных бумаг. Более того, не требуется *займа*, необходимого инвестору для контракта, поскольку маржа, или **обязательный депозит**, как это называется в операциях с фьючерсами, существует просто как способ гарантирования исполнения контракта. Обязательный депозит — это не частичный платеж за товар или финансовый инструмент, он не имеет никакого отношения к стоимости продукта или финансового инструмента, лежащего в основе фьючерсного контракта. Скорее он представляет собой залог для покрытия некой потери в рыночной стоимости контракта, которая может произойти в результате неблагоприятного движения цены.

Обязательный депозит — *это сумма денег, внесенная брокеру для "покрытия" возможной потери в рыночной стоимости фьючерсного контракта, которая может возникнуть из-за неблагоприятного движения цены.*

Размер необходимого обязательного депозита устанавливается в виде абсолютной денежной суммы и колеблется в зависимости от типа контракта, а в некоторых случаях — от биржи. Таблица 12.3 отражает необходимые требования по обязательным депозитам для 12 товаров и финансовых инструментов, приведенных ранее в табл. 12.2. Из таблицы видно, что величина

ТАБЛИЦА 12.2 Параметры фьючерсных контрактов

Контракт	Объем контракта*	Текущая рыночная стоимость одного контракта (в долл.)**
Кукуруза	5 000 буш.	13 200
Пшеница	5 000 буш.	20 600
Крупный рогатый скот	40 000 фунтов	28 400
Свинина	40 000 фунтов	13 700
Кофе	37 500 фунтов	50 500
Хлопок	50 000 фунтов	33 500
Золото	100 тр. унц.	36 400
Медь	25 000 фунтов	27 300
Японская иена	12,5 млн. иен	88 200
Казначейские векселя	1 млн. долл.	918 000
Долгосрочные казначейские облигации	100 000 долл.	92 800
Индекс "Стэндард энд пур'з 500"	500 раз взятый индекс	160 100

* Объем некоторых контрактов может изменяться биржей.
** Представлены стоимости контрактов в середине 1989 г.

Первоначальный депозит — *это сумма капитала инвестора, которая должна быть внесена брокеру во время заключения фьючерсной сделки.*

Поддерживаемый взнос — *это минимальная сумма средств инвестора, которая должна храниться на счете гарантийного взноса в течение времени действия контракта.*

Переоценка позиции в соответствии с текущими рыночными ценами — *это ежедневный контроль гарантийного взноса инвестора; приращение или потеря стоимости контракта определяется в конце каждой торговой сессии, когда брокер по необходимости дебетует или кредитует счет гарантийного взноса клиента.*

обязательных депозитов резко контрастирует с размером и стоимостью фьючерсных контрактов, так как уровень обязательного взноса очень низок.

Первоначальный депозит, показанный в табл. 12.3, устанавливает сумму капитала инвестора, которая должна быть внесена брокеру в начале сделки, и представляет собой сумму, требуемую для осуществления данных инвестиций. После того как инвестиции сделаны, рыночная стоимость контракта будет, конечно, расти или падать по мере того, как будет расти или падать котировка лежащего в его основе биржевого или финансового инструмента. Такое поведение рынка будет вызывать изменение суммы обеспечения на депозите инвестора. Для укрепления уверенности в достаточности обеспечения от инвесторов требуют оплаты второго вида необходимого взноса — **поддерживаемого взноса**. Этот взнос немного меньше, чем первоначальный, и он устанавливает минимальное количество собственного капитала, которое должно храниться на счете клиента у брокера в течение времени действия контракта. Например, если первоначальный взнос на товар составляет 1000 долл. за один контракт, то поддерживаемый взнос может составить 750 долл. Если рыночная стоимость контракта упадет не более чем на 250 долл. (разница между первоначальной и минимальной маржей контракта), то у инвестора не возникает проблем. Но если рынок движется против инвестора и стоимость контракта падает ниже допустимой суммы, то инвестор получит требование о внесении *дополнительного обеспечения*, которое означает, что он должен немедленно внести достаточный денежный взнос, чтобы вернуть маржинальную (гарантийную) позицию к первоначальному уровню. Уровень собственных средств инвестора на его счете гарантийного взноса ежедневно контролируется посредством процедуры, известной как **переоценка позиции в соответствии с текущими рыночными ценами**. То есть приращение или потеря стоимости контракта определяется в конце каждой торговой сессии, когда брокер дебетует или кредитует счет клиента. При падающих курсах инвестор может

ТАБЛИЦА 12.3 **Требования к сумме взносов на счете гарантийного обеспечения для выборочной партии товаров и финансовых фьючерсов***

	Первоначальный депозит (в долл.)	Поддерживаемый депозит (в долл.)
Кукуруза	1000	750
Пшеница	1500	1200
Крупный рогатый скот	1500	1200
Свинина	1500	1200
Кофе	3500	2600
Хлопок	1500	1200
Золото	3500	2600
Медь	1600	1200
Японская иена	1800	1400
Казначейские векселя	2000	1500
Казначейские долгосрочные облигации	2000	1500
Фондовый индекс "Стэндард энд пур'з 500"	6000	4500

* Эти требования по марже (взносу) были установлены одной из крупных брокерских фирм в середине 1989 г. и могут превышать минимальные требования, устанавливаемые другими биржами. Они являются типичными постоянно действующими требованиями, которым должны удовлетворять операции клиентов. Зависимый от неустойчивости курсов на контракты биржевой минимум взноса часто изменяется, и, таким образом, требования, приведенные в этой таблице, также подвержены изменению.

получить от брокера несколько требований о внесении дополнительного обеспечения контракта и должен быть готов сделать дополнительный платеж (возможно, ежедневно), для того чтобы сохранить маржинальную позицию выше уровня поддерживаемого взноса. Отказ сделать это будет означать, что у брокера нет иного варианта действий, кроме закрытия позиции клиента по срочным сделкам.

БИРЖЕВЫЕ ТОВАРЫ

Материальные товары, подобные зерну, металлам, древесине и мясу, составляют главную часть фьючерсного рынка. Они активно продавались в США более столетия и еще долгое время будут рассматриваться как важнейшее направление торговли. Далее мы рассмотрим *торговлю товарными контрактами,* причем начнем с обзора основных особенностей и инвестиционных преимуществ этих инструментов инвестиций.

Основные характеристики

Различные типы контрактов на биржевые товары встречаются почти на всех 13 североамериканских фьючерсных биржах (в действительности 7 из них проводят операции только с товарами). Рынок товарных контрактов разделяется на пять основных сегментов: зерно и масличные культуры, домашний скот и мясопродукты, пища и волокна, металлы и нефтепродукты, лесоматериалы. Такая сегментация не затрагивает торговые механизмы и процедуры, но является удобным способом распределения товаров

ТАБЛИЦА 12.4 Основные группы товаров

Зерно и масличные культуры	Металлы и нефтепродукты
Кукуруза	Алюминий
Овес	Медь
Соя	Золото
Пшеница	Платина
Ячмень	Серебро
Льняное семя	Палладий
Рапс	Ртуть
Сорго	Бензин
Рожь	Мазут
Рис	Сырая нефть
	Газ
Домашний скот и мясопродукты	Пропан
Крупный рогатый скот	
Свинина	**Пища и волокна**
Бройлеры	Какао
Индейки	Кофе
Лесоматериалы	Хлопок
Пиломатериалы	Апельсиновый сок
Фанера	Сахар
Бревна	Яйца
	Картофель
Другие	Масло животное
Каучук	
Серебряные монеты	
Золотые монеты	

по группам, основанным на подобии главных характеристик. Таблица 12.4 показывает многообразие рынка товарных контрактов. Их список ежегодно расширяется, но мы можем увидеть из таблицы, что инвесторы в середине 1989 г. могли выбирать более чем из 40 различных биржевых товаров. Кроме того, эти товары имеют подобно сое и пшенице различные виды и сорта.

Товарный фьючерс

Каждый товар имеет свои собственные спецификации, касающиеся количества и качества продаваемого продукта. На рис. 12.1 показаны котировки активно обращающихся товарных фьючерсных контрактов из "Уолл-стрит джорнэл". Хотя некоторые товары (такие, как пшеница и золото) продаются на более чем одной бирже, каждая котировка товарного фьючерса состоит из одних и тех же пяти компонентов, и все цены котируются одинаково. В частности, каждый товарный фьючерс (и его котировка) точно определяет: 1) продукт; 2) биржу, на которой продается контракт; 3) размер контракта (в бушелях, фунтах, тоннах и т.п.); 4) метод оценки контракта или цену единицы продукции (вроде центов за фунт или долларов за тонну); 5) месяц поставки. Используя для иллюстрации контракт на кукурузу, мы можем увидеть каждую из этих частей на следующей схеме:

① ② ③ ④

Кукуруза (*CBT*) — 5000 бушелей; центов за бушель

Месяц ⑤	Цена при открытии биржи	Максимальная цена	Минимальная цена	Расчетная цена*	Изменение цены	Цена за срок действия контракта: максимальная	Цена за срок действия контракта: минимальная	Объем открытых позиций
Май	$253^1/_2$	$253^3/_4$	$252^1/_4$	[redacted]	$-1^3/_4$	$286^1/_2$	$230^1/_2$	42 796
Июль	258	258	$256^1/_2$	$256^3/_4$	$-1^3/_4$	288	233	60 447
Сентябрь	260	$260^1/_2$	259	259	$-1^1/_2$	263	236	7 760
Декабрь	$263^1/_2$	264	$262^1/_2$	263	$-1^1/_4$	$267^1/_4$	244	41 638
Март 1990 г.	$271^3/_4$	272	$270^1/_4$	271	$-1^1/_4$	276	$254^3/_4$	11 098
Май	$277^1/_4$	278	$276^1/_4$	277	−1	281	$273^1/_4$	1 326

КЛЮЧ

① *продукт*
② *биржа*
③ *размер контракта*
④ *цена единицы*
⑤ *месяцы поставки*

* Или цена на момент закрытия сессии.

Расчетная цена — *это цена на момент закрытия биржи (последняя цена дня) для товарных и финансовых фьючерсов.*

Объем открытых позиций — *это количество товарных или финансовых фьючерсных контрактов, находящихся в обращении.*

Котировочная система, применяемая для товарных фьючерсов, основывается на объеме контракта и оценке единицы товара. Финансовые средства массовой информации обычно сообщают цену первой сделки дня, максимальную, минимальную цены и цену на момент закрытия биржи для каждого месяца поставки (в отношении товарных контрактов — последняя цена дня, или цена на момент закрытия биржи, известная как **расчетная цена**). Также сообщается, по крайней мере в "Уолл-стрит джорнэл", **объем открытых позиций** по разным товарным фьючерсам, который представляет собой количество действующих срочных контрактов, находящихся в обращении. Отметим, что в приведенной выше таблице для майского контракта на кукурузу расчетная цена составила $252^1/_2$.

Поскольку установлена система оценки в центах за бушель, то контракт был реализован по цене 2,525 долл. за бушель, и рыночная стоимость контракта составила 12 625 долл. (так как каждый контракт включает 5000 бушелей, а каждый бушель стоит 2,525 долл., мы имеем: 5000 × 2,525 долл. = = 12 625 долл.).

Динамика цен

Цены товарных контрактов реагируют на целый ряд экономических, политических и международных факторов. Хотя объяснение того, почему эти цены изменяются, не входит в предмет рассмотрения этой книги, ясно, что они действительно повышаются и падают так же, как и цены любых других инструментов инвестирования. Тем не менее, поскольку мы имеем дело с большими объемами торговли (например, 5000 бушелей или 40 000 фунтов), даже весьма незначительное изменение цен может иметь огромное влияние на рыночную стоимость контрактов и, следовательно, на доходы или потери инвесторов. Например, если цена на кукурузу возрастает или падает не более чем на 20 центов за бушель, стоимость одного контракта изменяется на 1000 долл. (так как стандартный объем контракта — 5000 бушелей. — *Прим. науч. ред.*). Поскольку контракт с кукурузой может быть приобретен с первоначальным взносом на счет инвестора в 1000 долл., легко понять, какой эффект такая динамика цен оказывает на доход инвестора. Но действительно ли происходит ежедневное изменение цен? Если мы проследим изменение цен по столбцам рис. 12.1, то увидим ежедневные значительные изменения цен, случающиеся изо дня в день. Отметим, к примеру, что июльские контракты на апельсиновый сок упали на 375 долл., сентябрь-

COMMODITY FUTURES PRICES

1 6 2 7 3 8 9 4 10 11 12

Open Interest Reflects Previous Trading Day.

HOGS (CME) 30,000 lbs.; cents per. lb. (5)

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
June	49.20	49.30	48.55	48.65	− .40	56.25	42.50	9,699
July	49.50	49.50	48.90	49.10	− .02	56.00	45.20	9,415
Aug	47.25	47.40	46.82	47.07	− .10	51.00	43.80	4,760
Oct	43.50	43.75	43.32	43.65	+ .20	47.00	40.80	2,864
Dec	45.50	45.65	45.42	45.52	− .07	47.25	42.52	2,430
Fb90	46.65	46.75	46.55	46.65	+ .10	47.40	43.70	811
Apr	44.40	44.45	44.30	44.45	− .05	45.10	42.77	193

Est vol 8,675; vol Mon 8,100; open int 30,221, − 176.

PORK BELLIES (CME) 40,000 lbl.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	36.65	36.65	34.15	34.32	− .47	65.50	30.47	115
July	36.00	36.50	33.80	34.80	+ .25	64.50	30.70	10,951
Aug	36.00	36.20	33.70	34.45	+ .20	58.25	30.45	10,613
Fb90	52.60	54.00	51.35	51.57	− .52	61.60	42.00	2,704

Est vol 10,963; vol Mon 7,021; open int 24,446, + 114.

−FOOD & FIBER−

COCOA (CSCE)−10 metric tons; $ per ton.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	1,254	1,260	1,224	1,247	− 13	1,985	1,125	10,006
Sept	1,207	1,218	1,191	1,212	+ 4	1,850	1,127	10,292
Dec	1,207	1,220	1,196	1,217	+ 8	1,735	1,133	6,394
Mr90	1,205	1,216	1,189	1,211	+ 6	1,535	1,133	6,103
May	1,195	1,208	1,189	1,208	+ 13	1,465	1,138	5,634
July	1,215	1,215	1,201	1,217	+ 5	1,280	1,154	763
Sept	....	....	....	1,241	+ 6	1,280	1,180	3,023

Est vol 7,231; vol Mon9,110; open int 42,215, + 479.

COFFEE (CSCE)−37,500 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	133.25	134.90	132.75	134.61	− .74	155.25	114.00	10,642
Sept	126.75	128.75	126.55	128.75	+ .16	152.90	114.00	7,400
Dec	122.60	125.00	122.60	124.60	+ .30	149.50	114.75	4,078
Mr90	121.60	123.75	121.60	123.50	....	146.00	114.75	1,374
May	122.00	122.50	122.00	122.88	− 1.05	123.50	116.00	118

Est vol 4,171; vol Mon5,797; open int 23,624, + 622.

SUGAR−WORLD (CSCE)−112,000 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	11.77	11.83	11.53	11.54	− .17	13.40	8.10	46,744
Oct	11.65	11.71	11.45	11.46	− .07	13.30	8.45	71,237
Mr90	11.31	11.36	11.15	11.16	− .09	12.10	8.75	27,884
May	11.32	11.32	11.15	11.15	− .15	12.05	9.20	3,170
July	11.30	11.30	11.15	11.15	− .10	12.00	10.68	311

Est vol 30,528; vol Mon39,780; open int 149,363, − 873.

SUGAR−DOMESTIC (CSCE)−112,000 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	22.42	22.53	22.42	22.51	+ .10	22.60	21.80	2,015
Sept	22.47	22.50	22.47	22.51	+ .04	22.61	21.95	2,625
Nov	22.39	22.40	22.38	22.41	+ .02	22.50	21.62	2,077
Ja90	....	....	....	22.19	+ .01	22.22	21.61	470
Mar	....	....	....	22.18	+ .01	22.22	21.80	341
May	....	....	....	22.22	+ .01	22.25	21.80	508
July	....	....	....	22.26	....	22.28	21.95	176
Sept	....	....	....	22.26	....	22.28	22.10	323

Est vol 306; vol Mon95; open int 8,625, − 95.

COTTON (CTN)−50,000 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	66.90	67.20	66.59	67.10	+ .13	68.53	49.26	16,498
Oct	68.00	68.25	67.90	68.05	....	68.90	50.35	6,274
Dec	68.32	68.74	68.30	68.42	− .11	69.38	50.75	16,460
Mr90	68.80	69.10	68.80	68.93	+ .06	69.70	53.60	2,103
May	69.10	69.60	69.10	69.33	+ .03	69.75	59.75	1,155

Est vol 6,500; vol Mon 5,629; open int 42,653, + 150.

ORANGE JUICE (CTN)−15,000 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	185.75	186.50	182.75	183.80	− 2.50	195.00	132.00	4,156
Sept	180.75	182.25	178.50	178.50	− 2.00	187.75	132.00	2,483
Nov	171.50	172.00	168.50	168.75	− 1.25	176.75	129.00	961
Ja90	166.00	166.25	164.60	164.60	− .40	173.00	127.50	645
Mar	165.00	165.00	163.55	163.55	− .85	171.30	127.75	285

Est vol 1,500; vol Mon 2,773; open int 8,829, + 100.

−METALS & PETROLEUM−

COPPER-STANDARD (CMX)−25,000 lbs.; cents per lb.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	111.00	112.00	109.00	109.30	− 2.05	146.00	73.15	964
June	....	....	....	110.00	− 2.25	137.70	115.50	123
July	112.00	113.00	109.00	110.60	− 1.95	138.50	76.00	20,279
Sept	111.90	112.50	109.00	109.80	− 2.45	131.50	76.00	5,689
Dec	111.00	111.00	108.50	109.60	− 1.65	126.00	77.45	2,787

Est vol 7,000; vol Mon 10,814; open int 29,842, − 462.

GOLD (CMX)−100 trey oz.; $ per trey oz.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	....	....	....	363.80	+ .60	384.20	369.50	21
June	365.50	367.50	363.80	364.30	+ .60	570.00	360.60	54,552
Aug	369.00	370.50	367.00	367.20	+ .50	575.00	363.80	35,339
Oct	372.00	373.80	370.90	370.80	+ .50	575.50	367.70	6,512
Dec	375.50	377.50	374.10	374.40	+ .50	514.50	371.00	31,351
Fb90	379.50	379.50	378.10	378.00	+ .50	516.00	375.50	7,987
Apr	383.80	384.50	382.50	381.80	+ .60	525.80	379.00	10,567
June	365.50	389.50	385.50	385.70	+ .70	497.00	382.00	10,987
Aug	391.40	391.40	389.50	389.60	+ .80	487.00	389.50	6,690
Oct	....	....	....	393.60	+ .90	472.00	400.50	2,420
Dec	401.00	401.00	401.00	397.70	+ 1.00	455.00	395.50	7,050
Fb91	404.00	404.00	402.00	401.80	+ 1.10	450.00	397.50	8,444

Est vol 50,000; vol Mon 52,224; open int 181,920, − 2,696.

PALLADIUM (NYM) 100 trey oz.; $ per trey oz.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	....	....	....	151.45	+ 2.45	163.00	153.50	5
June	150.00	151.25	148.50	149.45	+ .95	184.00	114.00	3,306
Sept	148.75	150.50	147.25	148.65	+ 1.50	180.00	119.00	2,492
Dec	146.00	149.00	146.00	147.15	+ 1.90	177.50	122.25	2,058
Mr90	144.00	147.00	144.00	144.65	+ 1.90	176.00	123.00	721
June	143.00	144.00	143.00	142.65	+ 1.90	175.00	140.75	233

Est vol 1,900; vol Mon 719; open int 8,815, − 184.

SILVER (CMX)−5,000 trey oz.; cents per trey oz.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	525.0	527.0	525.0	517.3	+ 6.7	965.0	506.0	64
June	....	....	....	518.1	+ 6.7	589.0	525.0	207
July	523.5	535.0	522.0	523.2	+ 6.7	985.0	512.0	49,765
Sept	533.0	545.0	530.0	532.2	+ 6.8	861.0	522.0	11,239
Dec	543.5	558.0	543.0	544.7	+ 6.9	886.0	532.0	13,254
Mr90	561.0	568.5	555.0	557.1	+ 7.0	910.0	547.5	8,136
May	575.0	575.0	567.0	565.7	+ 7.0	910.0	558.0	3,944
July	576.0	583.0	575.0	574,5	+ 7.0	761.5	566.0	2,489
Sept	....	....	....	583.6	+ 7.0	760.0	602.0	780
Dec	....	....	....	596.1	+ 7.0	742.0	582.0	694
Mr91	....	....	....	609.1	+ 7.0	665.0	603.0	333

Est vol 23,000; vol Mon 17,706; open int 90,922, − 1.402.

SILVER (CBT)−1,000 trey oz.; cents per trey oz.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
May	527.0	527.0	516.0	516.0	+ 5.0	628.0	510.0	12
June	517.0	530.0	516.0	517.0	+ 5.0	865.0	507.0	3,815
Aug	527.0	538.0	526.5	526.5	+ 3.5	700.0	517.0	1,695
Oct	539.0	548.0	536.0	536.0	+ 5.0	71[illegible].0	526.0	159
Dec	544.0	559.0	544.0	546.0	+ 6.0	735.0	535.0	3,853
Fb90	560.0	565.0	555.0	555.5	+ 5.5	694.0	545.0	103

Est vol 1,000; vol Mon 2,996; open int 9,784, +243.

CRUDE OIL Light Sweet (NYM) 1,000 bbls.; $ per bbl.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	18.84	19.30	18.73	19.04	+ .43	20.50	[illegible]	85,741
Aug	17.98	18.38	17.94	18.16	+ .33	19.63	12.60	50,762
Sept	17.60	17.90	17.57	17.71	+ .23	19.28	12.68	23,139
Oct	17.45	17.63	17.35	17.46	+ .19	18.93	12.75	16,682
Nov	17.30	17.47	17.21	17.28	+ .17	18.67	15.00	12,981
Dec	17.17	17.30	17.10	17.13	+ .15	18.50	12.87	13,116
Ja90	17.00	17.20	17.00	16.98	+ .13	18.10	15.67	6,331
Feb	16.97	17.01	16.92	16.86	+ .12	17.95	15.74	3,938
Mar	16.87	16.93	16.85	16.76	+ .12	17.80	16.10	2,766
Apr	16.77	16.83	16.77	16.67	+ .12	17.65	16.70	624
May	16.70	16.85	16.70	16.58	+ .11	18.17	16.25	1,016
June	16.65	16.65	16.65	16.51	+ .11	17.20	16.60	185

Est vol 98,032; vol Mon 109,312; open int 226,902, −5,206.

HEATING OIL NO. 2 (NYM) 42,000 gal.; $ per gal.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
June	.4740	.4770	.4690	.4750	+ .0052	.5475	.3465	7,622
July	.4590	.4620	.4525	.4570	+ .0005	.5380	.4540	17,984
Aug	.4610	.4660	.4570	.4604	+ .0008	.5400	.3545	10,141
Sept	.4705	.4730	.4660	.4674	+ .0008	.5450	.3640	5,072
Oct	.4760	.4790	.4740	.4744	+ .0008	.5490	.3720	2,127
Nov	.4835	.4875	.4800	.4814	+ .0008	.5550	.3800	2,958
Dec	.4920	.4940	.4885	.4884	+ .0008	.5605	.3785	2,257
Ja90	.4930	.4985	.4905	.4909	+ .0008	.5300	.4660	213

Est vol 23,496; vol Mon 13,250; open int 48,504, +152.

GASOLINE, Unleaded (NYM) 42,000 gal.; $ per gal.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
June	.6430	.6460	.6350	.6424	+ .0034	.7325	.3850	12,160
July	.6115	.6185	.6070	.6135	+ .0052	.6915	.4050	21,705
Aug	.5850	.5920	.5810	.5878	+ .0041	.6510	.4020	18,932
Sept	.5580	.5640	.5550	.5591	+ .0041	.6150	.4000	8,776
Oct	.5205	.5285	.5200	.5237	+ .0067	.5800	.4380	2,955
Nov	.4950	.5040	.4950	.4977	+ .0077	.5550	.4125	2,455
Dec	.4780	.4830	.4780	.4797	+ .0077	.5390	.4675	1,827

Est vol 21,941; vol Mon 19,872; open int 68,833, −201.

GAS OIL (IPE) 100 metric tons; $ per ton.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
June	141.00	141.75	140.25	140.75	+ .50	158.25	112.75	19,811
July	138.50	140.00	138.50	138.75	+ .50	158.25	110.75	15,394
Aug	138.75	140.00	138.75	139.00	+ .50	159.00	110.75	50,766
Sept	139.25	140.75	139.00	139.50	+ .50	165.00	136.50	1,414
Oct	141.25	141.75	141.00	141.00	+ .50	168.00	138.00	1,042
Nov	142.50	143.00	141.50	141.50	+ .75	168.00	137.00	1,357
Dec	143.00	143.75	142.00	142.00	− .50	169.00	142.00	1,183

Actual Tues; vol 6,119; open int 45,284, +3,131.

−WOOD−

LUMBER (CME)−150,000 bd. ft.; $ per 1,000 bd. ft.

	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime High	Lifetime Low	Open Interest
July	180.00	181.20	179.50	180.50	− .40	196.00	175.00	3,266
Sept	183.00	183.70	182.20	182.80	− .70	194.70	175.10	1,345
Nov	181.00	181.00	180.00	180.50	− .60	190.60	176.30	1,442
Ja90	185.00	186.00	185.00	185.90	− .60	192.00	181.20	194
Mar	188.70	189.10	188.00	188.90	− .10	192.40	185.00	166
May	192.00	192.00	191.00	191.50	+ .20	193.50	188.00	553

Est vol 1,084; vol Mon 782; open int 7,031, −44.

РИС. 12.1. **Котировки активно обращающихся товарных фьючерсных контрактов**

Эти котировки дают основную информацию по различным товарам, содержащую самые свежие сведения о максимальных и минимальных ценах и ценах на момент закрытия сессий (расчетных), так же как и их предельные уровни в течение жизни каждого контракта. (*Источник: The Wall Street Journal*, May 24, 1989.)

Примечания научного редактора:

1. Название товара.
2. Символ названия биржи, на которой сделана данная котировка и ведутся торги этими товарами.
3. Объем контракта или единица контракта.
4. Единицы оценки контракта.
5. Даты поставки.
6. Цена при открытии биржи.
7. Максимальная цена.
8. Минимальная цена.
9. Расчетная цена, т.е. цена на момент закрытия сессии.
10. Изменение цены за биржевой день.
11. Цена за срок действия контракта: максимальная; минимальная.
12. Объем открытых позиций.

ские на медь — на 612, а июльские контракты на сырую нефть выросли на 430 долл. Причем это *ежедневные* ценовые колебания, которые происходят с *единичными* контрактами. Сами по себе такие изменения действительно значительны. Но когда вы взглянете на них в связи с необходимыми исходными инвестициями (очень небольшими), то увидите, что они легко складываются в серьезные доходы (или потери)! И такое происходит не потому, что лежащие в основе цены непостоянны, а вследствие объема товарных контрактов как таковых.

Ясно, что такая ценовая динамика — одна из тех притягательных сил, что привлекают инвесторов к товарам. Биржи осознают изменчивую природу товарных фьючерсов и пытаются ограничивать ценовые колебания, устанавливая ежедневные лимиты на цены и максимальные значения амплитуды колебаний цен. (Подобные ограничения также накладываются на финансовые фьючерсные контракты.) **Ежедневный ценовой лимит** устанавливает ограничения на изменения в ценах соответствующего товара между разными биржевыми днями; например, цена кукурузы может изменяться от одного дня к другому не более чем на 10 центов за бушель, а ежедневный лимит на медь составляет 3 цента за фунт. Такие ограничения, однако, оставляют много простора для получения быстрой прибыли.

Ежедневный ценовой лимит — *это ограничение на изменение цены товара, лежащего в основе контракта, от одного дня к другому.*

Например, ежедневные ограничения цен на кукурузу и медь приводят к ежедневным изменениям стоимости контракта на кукурузу на 500 долл., а контракта на медь — на 750 долл. **Максимальная ежедневная амплитуда колебаний цен**, напротив, ограничивает величину, в пределах которой цена товара, лежащего в основе контракта, может изменяться *в течение дня*, и обычно равняется удвоенному ежедневному ценовому лимиту. Например, ежедневный ценовой лимит на кукурузу может составлять 10 центов на бушель, а максимальное значение ее ежедневного колебания (в течение дня) составляет 20 центов на бушель.

Максимальная ежедневная амплитуда колебаний цен — *это величина, в пределах которой может изменяться товарная цена в течение дня; обычно равна двойному ежедневному ценовому лимиту.*

Доходность за период владения

Фьючерсные контракты имеют только один источник дохода: прирост капитала, который может быть получен, когда цены движутся в благоприятном направлении. Не существует никакого текущего дохода. Изменчивая ценовая динамика фьючерсных контрактов — одна из причин получения высоких доходов по товарным фьючерсам; другая — использование "эффекта рычага". Поскольку вся фьючерсная торговля осуществляется на основе га-

Доход на инвестированный капитал — *это доход инвестора, исчисленный скорее на сумме денег, реально вложенных в ценности, нежели на стоимости самого контракта.*

рантийных взносов, она требует лишь небольшой суммы денег для контроля "длинной" инвестиционной позиции и участия в резких ценовых колебаниях, которые сопутствуют многим фьючерсным контрактам. Конечно, использование "эффекта рычага" означает еще и возможность убытков в спекулятивной сделке в течение одного или двух "черных" дней.

Инвестиционный доход может быть измерен путем подсчета **дохода на инвестированный капитал** (или доходности вложенного капитала). Это просто вариант уже известной нам стандартной формулы доходности за период владения, которая привязывает доход инвестора скорее к *сумме денег, реально вложенных в контракт,* чем к стоимости самого контракта. Именно этот подход применяется вследствие большого потенциала "эффекта рычага" (который в этом случае прямо связан с маржей или невысокими взносами на счет инвестора для проведения всей инвестиционной операции. — *Прим. науч. ред.*), используемого в торговле товарными фьючерсами. Доходность вложенного капитала для позиции по товарным фьючерсам может быть определена в соответствии со следующей простой формулой:

$$\text{Доходность вложенного капитала} = \frac{\text{Цена продажи товарного фьючерса} - \text{Цена покупки товарного фьючерса}}{\text{Сумма обязательного депозита}}.$$

Эта формула может использоваться и для "длинных", и для "коротких" позиций (и для купли, и для продажи контрактов). Чтобы понять, как она действует, предположим, что вы купили два сентябрьских контракта на кукурузу по 245 центов (2,45 долл. за бушель) путем внесения необходимого первоначального взноса в сумме 2000 долл. (или по 1000 долл. за каждый контракт). Вложенная вами сумма составляет только 2000 долл., хотя вы контролируете 10 000 бушелей кукурузы стоимостью на момент покупки 24 500 долл. Теперь предположим, что цена сентябрьского контракта на кукурузу только что приблизилась к 259 центам за бушель, так что вы решили продать контракт и получить прибыль. Доходность вложенного капитала будет следующей:

$$\text{Доходность вложенного капитала} = \frac{25\,900 \text{ долл.} - 24\,500 \text{ долл.}}{2000 \text{ долл.}} = \frac{1400 \text{ долл.}}{2000 \text{ долл.}} = \underline{\underline{70{,}0\%}}.$$

Ясно, что такой высокий уровень доходности возникает не только от увеличения цены товара, но также и от того (и это, очевидно, более важно), что вы использовали очень низкий обязательный взнос (маржу). (Первоначальный взнос в этой конкретной сделке составлял около 6% стоимости контракта.)

Торговля товарными фьючерсами

Инвестиции в товарные фьючерсы происходят в одной из трех форм. Первая — ***спекуляция,*** которая распространена среди инвесторов, использующих эти контракты как способ получения прироста капитала. По существу, они стараются наживать капитал на широких колебаниях цен, что характерно для многих товаров. Рисунок 12.2 представляет составной индекс цен на фьючерсные контракты "Коммодити ресерч бюро" *(CRB)* за шестилетний период — с середины 1982 г. до середины 1988 г. — и графически показывает непостоянство динамики товарных цен. Хотя такое движение цен привлекательно для спекулянтов, оно может отпугивать массу других инвесто-

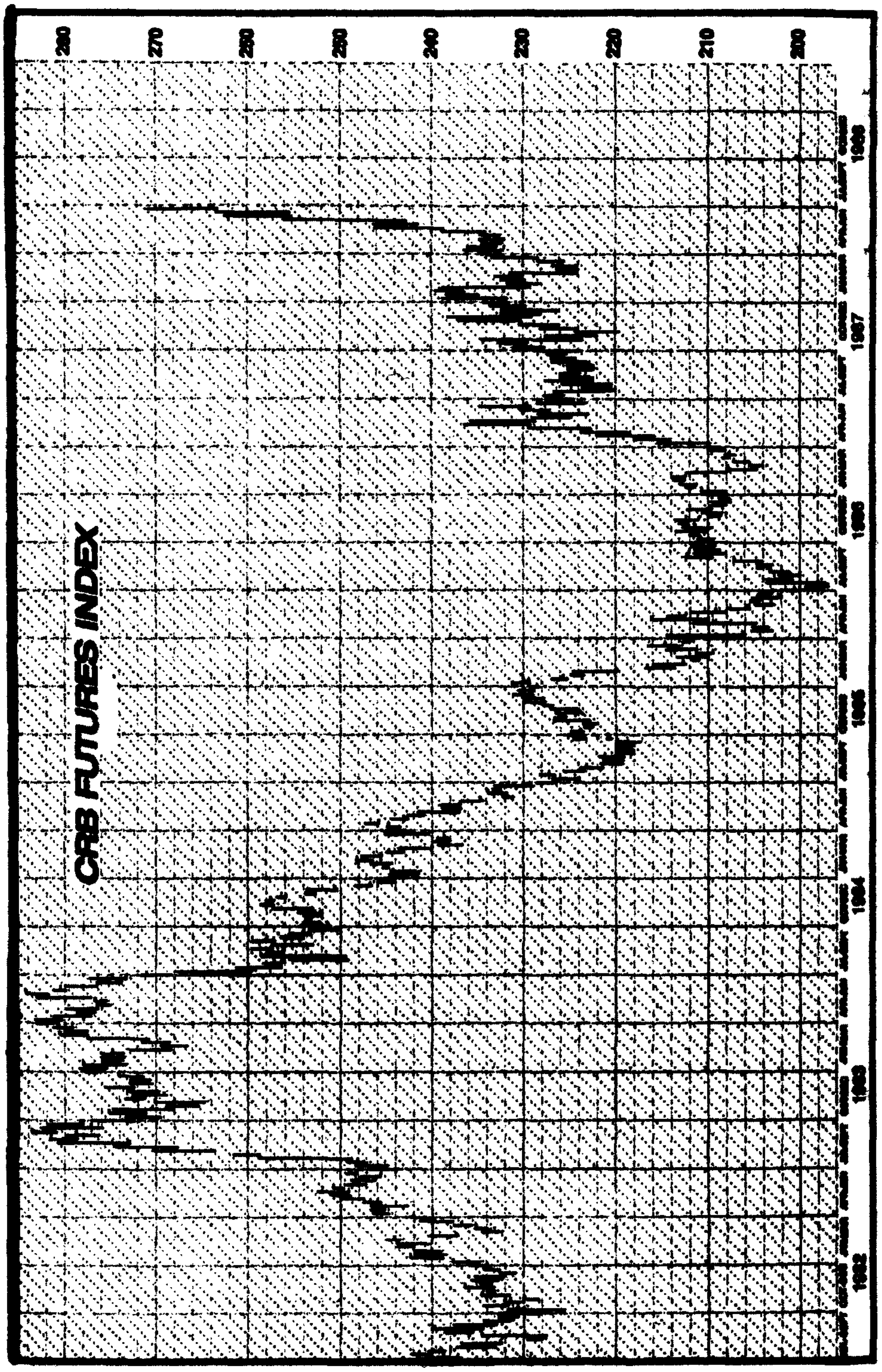


РИС. 12.2. Динамика товарных цен за период 1982—1988 гг.

Этот график показывает неустойчивую природу товарных цен и подчеркивает необходимость понимания инвесторами нюансов дела при операциях с товарными фьючерсами. (*Источник: Commodity Price Charts*, 219 Parkade, Cedar Falls, IA 50613.)

ров. Некоторые из более осторожных инвесторов обращаются к комбинированию, *или игре на спреде,* — второй форме инвестиций в товарные фьючерсы. Они используют изощренную торговую технику, предназначенную для извлечения дохода из колебаний цен при ограниченной возможности риска. Наконец, производители используют различные стратегии *хеджирования* как способ защиты своих интересов, заключенных в соответствующих товарах. Мы кратко разберем каждую из этих торговых тактик не только для того, чтобы увидеть, что они собой представляют, но также для того, чтобы лучше понять различные пути, какими товары могут использоваться в качестве инвестиционных средств.

Спекуляция

Спекулянты действуют на рынке ради одного: они ожидают, что цена товара поднимется или упадет, и надеются нажить капитал, покупая или продавая срочные контракты. Чтобы увидеть, почему они покупают срочные контракты, когда ожидается рост цен, рассмотрим индивида, который покупает февральский контракт на серебро по цене $533^1/_2$ цента за тройскую унцию путем внесения требуемого первоначального взноса (маржи) в 1000 долл. Поскольку один контракт на серебро включает 5000 тройских унций, он имеет рыночную стоимость 26 675 долл. Если серебро повышается в цене, инвестор зарабатывает деньги. Предположим, что это так и в январе (за месяц до истечения срока контракта) цена контракта вырастает до 552 центов за унцию. Тогда спекулянт продает этот контракт и получает прибыль по 18,5 цента с унции ($552—533^1/_2$). Это позволяет получить 925 долл. прибыли от вложения всего лишь 1000 долл., что составляет норму прибыли (доходность) на вложенный капитал в размере 92,5%. Конечно, вместо роста цена серебра могла бы упасть на $18^1/_2$ цента с унции. В этом случае наш инвестор имел бы убытки, почти равные всей сумме его первоначального вложения (1000 долл. — 925 долл.= 75 долл., из которых еще следовало бы заплатить от 60 до 70 долл. комиссионных брокеру за услуги по купле и продаже контракта). Но для инвестора, продающего "без покрытия", падение цены было бы как раз тем, чего он добивался, поскольку он мог бы выиграть при таком повороте событий. Как же это происходит? Он продает ("без покрытия") февральский контракт на серебро по цене 533,5 цента за унцию и покупает его опять некоторое время спустя по цене 515 центов за унцию. Ясно, что разница между ценами продажи и покупки тоже составляет 18,5 цента, но в этом случае она означает *прибыль,* поскольку цена продажи превышает цену покупки (см. гл. 2).

Игра на спреде

Вместо попыток спекуляции на динамике цен фьючерсных контрактов инвестор мог бы предпочесть следование более осторожной тактике, используя стратегию, известную как **игра на спреде, или комбинирование.** (Принципы использования спреда с фьючерсными контрактами во многом похожи на принципы, применяемые в отношении опционов "пут" и "колл".) Ее суть состоит в комбинировании двух или более различных контрактов в одной инвестиционной позиции по срочным сделкам, что создает предпосылки для образования умеренной суммы прибыли при ограничении возмож-

ностей потерь. Одна очень важная причина возникновения спреда на этом рынке состоит в том, что в отличие от опциона на акции *здесь нет ограничений для потерь, которые возможны с фьючерсным контрактом.* Инвестор создаст спред покупкой одного контракта и одновременной продажей другого. Хотя одна сторона сделки может привести к убыткам, инвестор надеется, что прибыль от другой стороны сделки может быть более чем достаточной для компенсации и что, по крайней мере, общий результат сделки может принести умеренную сумму прибыли. Если расчет инвестора окажется ошибочным, спред может ограничить (но не устранить) убытки.

Далее представлена упрощенная версия того, как мог бы "работать" спред. Положим, мы покупаем контракт А по $533^1/_2$ цента и одновременно продаем на срок "без покрытия" контракт Б по $575^1/_2$ цента. Некоторое время спустя мы избавляемся от контракта А, продав его по 542 цента, и одновременно обеспечиваем "покрытие" для контракта Б покупкой по цене 579 центов. В итоге мы получили прибыль в $8^1/_2$ пункта в "длинной" позиции с контрактом А ($542—533^1/_2$), но потеряли $3^1/_2$ пункта в контракте Б, с которым мы заняли "короткую" позицию ($575^1/_2—579$). Чистый эффект, однако, выразился в доходе в размере 5 пунктов, который, если бы мы вели расчет в центах за фунт серебра, означал бы прибыль в 250 долл. на 5000-фунтовый контракт. Все виды спредов по товарным фьючерсам могут быть применены почти для любых типов инвестиционных ситуаций, но большинство из них в высшей степени сложны и требуют специальных знаний.

Хеджирование

Хедж — это специальный подход к торговле товарными фьючерсами, применяемый производителями и продавцами, с тем чтобы защитить свою позицию в отношении продуктов или фьючерсных контрактов. Например, поставщик товаров или фермер мог бы применить хеджирование с товарным фьючерсом, чтобы получить наиболее *высокую* из возможных цену за продаваемые товары. Промышленник, который использует товар в качестве сырья, напротив, хотел бы применить этот тип хеджирования для получения этих товаров по возможно более *низкой* цене. Успешное хеджирование, в сущности, означает дополнительный доход для поставщика товаров и пониженные издержки для промышленника. Следующий пример может показать, как действует хеджирование с товарными фьючерсами и почему оно применяется. Предположим, что промышленник использует платину как основное сырье при производстве каталитических конвертеров. Сейчас начало года, и платина продается по 480 долл. за унцию, но ожидается, что ее цена быстро взлетит и она будет стоить намного дороже в конце года. Для защиты от будущего роста цены промышленник решает купить фьючерсный контракт на платину, продающийся сегодня по 505 долл. за унцию. Положим, что восемь месяцев спустя цена платины действительно повысилась (до 580 долл. за унцию), но также поднялась и цена фьючерсного контракта, который теперь продается по 625 долл. за унцию. Промышленник получил 120 долл. с каждой унции на 50-унцевом фьючерсном контракте, и это составило 6000 долл. по всей сделке — выигрыш, который будет использован, чтобы компенсировать увеличение стоимости платины. Как этого достичь? Выигрыш во фьючерсном контракте на 1000 долл. больше, чем возросшая стоимость 50 унций платины на открытом рынке, поскольку стои-

мость платины выросла только на 100 долл. за унцию, значит, стоимость 50 унций платины поднялась только на 5000 долл. Это был успешный хедж для промышленника, поскольку с его помощью он смог сохранить контроль над стоимостью этого сырья и регулировать уровень собственных затрат, по крайней мере некоторое время. (Вообще говоря, промышленник мог бы принять поставку обусловленной договором платины при *действующей* цене в 505 долл. за унцию — цене, *при которой был куплен фьючерсный контракт.* Но в данном случае это маловероятно, поскольку этому поступку промышленника должен был бы сопутствовать отказ от 1000 долл. прибыли.)

Индивидуальный инвестор и товарные фьючерсы

Единичные инвесторы, как правило, используют товары одним из двух способов: в спекулятивных целях и/или для комбинирования и создания спреда. Товарные фьючерсы привлекают инвесторов вследствие высоких норм прибыли, которые они могут приносить, и их способности страховать от инфляции в период быстрого роста потребительских цен. Когда постоянные высокие темпы инфляции становятся проблемой, традиционные вложения капитала не могут обеспечить доход, необходимый для сохранения у инвестора передовых позиций в биржевой игре. То есть можно предположить, что в период высокой инфляции инвесторы чаще теряют в покупательной способности, чем выигрывают от дохода после вычета налогов. Это объясняет повышение интереса к товарным фьючерсам в периоды возрастания инфляции.

Товарные фьючерсы могут играть важную роль в инвестиционном портфеле, если *инвестор имеет правильное представление о возможном риске и хорошо осведомлен о принципах и механизме торговли этими контрактами.* Однако известно, что средняя доходность товарных фьючерсов для инвесторов за длительный период *отрицательна.* Поэтому нельзя вкладывать деньги в товарные фьючерсы без достаточных знаний. Вероятность убытков огромна, поскольку размах колебаний цен может быть очень велик, а торговля этими контрактами происходит при очень низких обязательных взносах (марже). Исходя из этого, большинство экспертов рекомендуют индивидуальным инвесторам вкладывать в товарные фьючерсы лишь часть капитала. Конкретная сумма, конечно, зависит от склонности инвестора к риску и объема имеющихся в его распоряжении средств. Инвестор должен быть готов к убыткам. Причем ему следует не только иметь резервную сумму наличности (чтобы покрывать убытки и/или удовлетворять требования о внесении дополнительного обеспечения), но также располагать хорошим планом диверсификации портфеля товарных фьючерсов, чтобы распределять риски.

Индивиды могут прямо вкладывать капитал на рынке товарных фьючерсов или купить *опционы* "пут" и "колл" на некоторые активно обращающиеся на срочном рынке фьючерсные контракты. В качестве альтернативы они могут купить *ценные бумаги взаимных фондов, специализирующихся на фьючерсах,* или поместить капитал в пулы фьючерсных контрактов партнерств с ограниченной ответственностью. Два последних подхода могут использоваться теми индивидами, которые хотят размещать средства на рынке товарных фьючерсов, но им не хватает времени или опыта для управле-

ния своими инвестициями. Но помните, что, хотя эти подходы предполагают профессиональное управление вашими инвестициями, они не гарантируют получения прибыли, а только несколько уменьшают риск при вложении средств в товары.

ФИНАНСОВЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ

Финансовые фьючерсы — *это вид фьючерсного контракта, в котором лежащий в основе "товар" состоит из определенного количества некоего вида финансовых активов, таких, как долговые ценные бумаги, иностранная валюта или рыночный портфель обыкновенных акций.*

Другое направление фьючерсного рынка — **финансовые фьючерсы**, сегмент рынка, где продаются фьючерсные контракты на различные финансовые инструменты. В действительности финансовые фьючерсы — это несколько больше, чем простое расширение концепции срочных товарных контрактов. Их появление во многом было вызвано теми же самыми причинами, что и появление товарных фьючерсов. Они продаются на том же самом рынке, их цены ведут себя во многом так же, как и цены товаров, и они обладают аналогичными инвестиционными достоинствами. И все же, несмотря на сходство, финансовые фьючерсы — единственный в своем роде вид инвестиционных инструментов. Давайте взглянем более внимательно на эти инструменты и на то, как они могут быть использованы.

Рынок

Хотя рынок финансовых фьючерсов существует немногим более 15 лет, сегодня он господствует на всем фьючерсном рынке и достиг уровня торговли, превышающего уровень традиционного рынка товарных контрактов. Как показывает рис. 12.3, финансовый фьючерс — не только наиболее активно обращающийся фьючерсный контракт (контракт с долгосрочными облигациями Казначейства США Чикагской биржи), но и 7 из 12 наиболее активно продающихся контрактов представлены именно этим видом фьючерсов. Во многом такая активность обусловлена, конечно, действиями хеджеров и крупных институциональных инвесторов, которые используют финансовые фьючерсы как инструменты для управления долгом и портфелем ценных бумаг. Но они имеют также множество привлекательных для индивидуальных инвесторов черт. Например, финансовые фьючерсы открывают еще один путь для спекуляции на динамике ставок процента или могут использоваться инвесторами, которые хотят заняться спекуляциями на фондовом рынке. Они даже позволяют спекулировать на высокоспециализированных и часто весьма доходных рынках иностранных валют.

Рынок финансовых фьючерсов был учрежден в условиях экономической неразберихи, которую испытали США в течение 70-х годов. Доллар потерял устойчивость на мировом рынке и стал причиной серьезных проблем для многонациональных фирм, а на американских рынках непредсказуемым образом повела себя норма процента, что привело к серьезным проблемам в управлении финансами корпораций, кредитно-финансовыми институтами и для финансовых директоров в целом. Всем этим лицам и организациям был нужен способ защиты от разрушительного действия чрезмерных колебаний стоимости доллара и ставок процента, именно для этого был создан рынок финансовых фьючерсов. Страхование от потерь явилось экономическим обоснованием появления рынка финансовых фьючерсов. Спекулянты быстро отреагировали на это нововведение, как только обнаружили, что непостоянство цен на эти инструменты привлекательно и временами

Ранг	Контракт	Количество проданных контрактов
1	• Долгосрочные казначейские облигации *(CBT)*	66 841 474
2	• Евродоллар *(IMM)*	20 416 216
3	• "Стандард энд пур'з 500" *(IOM)*	19 044 673
4	Сырая нефть *(NYMEX)*	14 581 614
5	Золото *(COMEX)*	10 239 805
6	Соя *(CBT)*	7 378 760
7	Кукуруза *(CBT)*	7 253 212
8	• Немецкая марка *(IMM)*	6 037 048
9	• Японская иена *(IMM)*	5 358 556
10	• Швейцарский франк *(IMM)*	5 268 276
11	• Среднесрочные казначейские облигации *(CBT)*	5 253 791
12	Домашний скот *(CME)*	5 229 294

• Точкой отмечены финансовые фьючерсные контракты.

РИС. 12.3. Двенадцать наиболее активно продававшихся в 1987 г. фьючерсных контрактов

Из этого рисунка видно, что 7 из 12 наиболее активно продававшихся контрактов были финансовыми фьючерсами. Столь же знаменателен тот факт, что эти 7 финансовых фьючерсов составляют почти 75% всего объема торговли 12 контрактами. (*Источник:* "1987 Volume Is a Record High", *Futures,* March 1988, p. 38.)

высокодоходно. В настоящее время финансовые фьючерсы продаются на шести биржах: Нью-Йоркской фьючерсной бирже, Фондовой бирже Канзас-сити, Среднеамериканской срочной бирже, Нью-Йоркской хлопковой бирже (через ее филиал *FINEX*), Чикагской срочной бирже, Чикагской товарной бирже (включая ее филиал, созданный для торгов иностранной валютой, — Международный денежный рынок, или *IMM*). Три основных типа финансовых фьючерсов включают иностранные валюты, валютные фьючерсы, фьючерсы на долговые ценные бумаги и фондовые индексы.

Иностранные валюты, процентные ставки и обыкновенные акции

Валютные фьючерсы — *это фьючерсные контракты с иностранной валютой, механизм торговли которыми аналогичен механизму торговли товарными фьючерсами.*

Рынок финансовых фьючерсов стартовал, скорее всего, в мае 1972 г. после официальной продажи на фондовом рынке нескольких контрактов на иностранную валюту. Известные как **валютные фьючерсы**, они стали главным средством хеджирования по мере расширения международной торговли США. Бо́льшая часть валютных фьючерсных контрактов заключается на продажу следующих шести иностранных валют:

- фунт стерлингов;
- немецкая марка;
- швейцарский франк;
- канадский доллар;
- японская иена;
- австралийский доллар.

Процентные фьючерсы — *это фьючерсные контракты, основанные на долговых ценных бумагах, механизм торговли ими подобен механизму торговли товарными фьючерсами.*

Несколькими годами позже, в октябре 1975 г., был заключен первый фьючерсный контракт на долговые ценные бумаги, или **процентный фьючерс** (как его теперь называют), тогда же началась торговля облигациями "Джинни мэй" (особый тип облигации, обеспеченной пулом закладных на недвижимость, выпущенной агентством правительства США). Сегодня торговля осуществляется по следующим видам долговых ценных бумаг и процентных ставок:

- векселя Казначейства США;
- 30-дневные процентные ставки;
- 90-дневные евродолларовые депозитные сертификаты;
- среднесрочные облигации Казначейства США;
- долгосрочные облигации Казначейства США.

Все эти фьючерсные контракты, кроме тех, которые заключаются на евродолларовые депозитные сертификаты, основываются на отечественных ценных бумагах. Евродолларовые депозитные сертификаты — это доллары, внесенные на счета, приносящие процентный доход, в банках за пределами США. Процентные фьючерсы сразу стали очень популярным инструментом инвестирования.

В феврале 1982 г. были введены новые объекты срочной торговли: **фьючерсные контракты на фондовые индексы**. В настоящее время торговля ими происходит на базе четырех фондовых индексов:

Фьючерсные контракты на фондовые индексы — *это фьючерсные контракты, основанные на показателях всесторонней оценки фондового рынка, подобных фондовому индексу "Стэндард энд пур'з 500"; имеющие механизм торговли, во многом подобный механизму торговли товарными фьючерсами, что позволяет инвесторам учитывать общие изменения фондового рынка.*

- индекс "Стэндард энд пур'з 500";
- составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи;
- составной индекс "Вэлью Лайн";
- индекс "Мейджор маркет".

Программная торговля — *это вид торговой стратегии, осуществляемой брокерскими фирмами и институциональными инвесторами на основе компьютерных программ, для одновременной покупки и продажи больших количеств фьючерсных контрактов на акции и фондовые индексы.*

Фьючерсные контракты на фондовые индексы, которые подобны опционам на индексы, рассмотренным в предыдущей главе, позволяют инвесторам учитывать общие тенденции всего фондового рынка. Эти фьючерсы (и другие фьючерсные контракты) представляют собой тип *производной ценной бумаги* в такой степени, что подобно опционам изменяют свою стоимость в зависимости от ценовой динамики финансовых активов, которые лежат в их основе. В случае с фьючерсами на индексы предполагается, что они отражают общее состояние фондового рынка как целого, которое измеряется особым индексом, подобным "Стэндард энд пур'з 500". Таким образом, когда рынок, который измеряется индексом "Стэндард энд пур'з 500", растет, стоимость фьючерсного контракта на индекс должна возрастать в такой же степени. Такое поведение рынка дает возможность инвесторам использовать фьючерсы на индексы как способ "покупки" рынка (или его субститута) и таким образом учитывать общие тенденции движения конъюнктуры. Как показано во вставке "Проницательному инвестору", фьючерсы на фондовые индексы широко используются в **программной торговле** — виде торговой стратегии на основе компьютерных программ, осуществляемой брокерскими фирмами и институциональными инвесторами для одновременной покупки и продажи *больших* количеств фьючерсных контрактов на акции и фондовые индексы. Использование этих фьючерсов сформировало особое направление

программной торговли, известное как *индексный арбитраж**, который попал под сильный огонь критики, поскольку его обвиняют в том, что подобная торговля приведет к широким (и обычно неоправданным) скачкам в курсах акций. На самом деле многие инвесторы склонны считать, что в настоящее время именно фьючерсные контракты управляют курсами акций, а не наоборот. (Заметьте, что кроме индексов курсов акций имеются несколько других доступных типов фьючерсных контрактов, основанных на индексах. Например, существует фьючерсный контракт, имеющий в основе индексы *муниципальных облигаций*, другой контракт базируется на индексах, которые измеряют стоимость *доллара США* относительно 8 ключевых иностранных валют, и есть даже такой, который основан на индексах 27 *товарных* фьючерсов!)

Характеристики контракта

В принципе финансовые фьючерсные контракты подобны товарным контрактам, которые мы исследовали ранее. Они контролируют большие объемы финансовых инструментов, лежащих в основе контрактов, и выпускаются с разными сроками поставки. Все это можно увидеть на рис. 12.4, который содержит котировки срочных сделок с иностранной валютой, процентных фьючерсов и фьючерсных контрактов на фондовые индексы. Взглянув сначала на валютные фьючерсы, мы увидим, что они дают право владельцам на определенную позицию с конкретной иностранной валютой. В действительности собственник валютного фьючерса имеет притязания на определенное количество иностранной валюты. Конкретные объемы контрактов изменяются от 62 500 ф. ст. до 12,5 млн. иен. По аналогии, владельцы процентных фьючерсов обладают требованиями на определенное количество соответствующих долговых ценных бумаг. Эти требования тоже довольно значительны, охватывают казначейские среднесрочные и долгосрочные облигации на сумму в 100 000 долл., евродолларовые депозитные сертификаты и казначейские векселя на 1 млн. долл., а также 30-дневные банковские депозиты на 5 млн. долл.

Фьючерсы на индексы, однако, имеют некоторые отличия, поскольку продавец любого из этих контрактов *не* обязан поставлять *соответствующие акции* в срок окончания контракта. Напротив, окончательная поставка производится наличными (действительно, было бы трудно поставить 1700 видов акций, формирующих индекс "Вэлью Лайн", или 500 видов из индекса "Стэндард энд пур'з"). Следовательно, активами, лежащими в основе фьючерсов на индексы, являются собственно денежные средства; за небольшим исключением (вроде индекса "Мейджор маркет") сумма необходимой наличности устанавливается в 500-кратном размере значения фондового индекса. Например, если индекс "Вэлью Лайн" находится на отметке 320, то сумма денежных средств, лежащих в основе фьючерса на индекс "Вэлью Лайн", должна составить: 500 × 320 = = 160 000 долл. Выраженная в месяцах поставки продолжительность финансовых фьючерсов варьирует от 18 месяцев или меньше для фьючерсов на акции и валютных фьючерсов до 3 лет или менее для процентных фьючерсов.

* Суть арбитража состоит в одновременно осуществляемых операциях покупки и продажи одного и того же актива на разных рынках в целях извлечения прибыли на разнице курсов или иных условий торговли. То есть прибыль арбитражера всегда возникает из различий цены продажи (высокой) и цены покупки (низкой), которые имеют буквально мгновенный характер при современной рыночной инфраструктуре и средствах связи. *(Прим. науч. ред.)*

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

О программной торговле

При исследовании краха фондового рынка в октябре 1987 г. одной из его причин была признана *программная торговля*. Поэтому неудивительно, что некоторое время эта стратегия не использовалась. Но недавно программная торговля снова стала применяться на биржах, что привело к резким скачкам курсов акций в течение дня.

Программная торговля появилась как способ покупки или продажи брокерскими фирмами больших пакетов обыкновенных акций для организаций без резких колебаний курсов акций. Но введение в апреле 1982 г. фьючерсных контрактов, привязанных к фондовому индексу "Стэндард энд пур'з 500", создало возможность для проведения *индексных арбитражных операций* — эксплуатации незначительных различий между ценами фьючерсных контрактов и лежащих в их основе обыкновенных акций... Обычно стоимость фьючерсов на индексы акций почти соответствует изменениям курсов соответствующих акций, но иногда отклоняется на несколько пунктов. *Лица, применяющие индексный арбитраж, строят компьютерные модели для отслеживания динамики цен фьючерсных контрактов и курсов соответствующих им акций.* Если ценовое различие достаточно широко, программы предусматривают автоматическое размещение распоряжений о продаже более дорогих объектов и покупке более дешевых. За счет покупки или продажи *сотен тысяч* акций одновременно индексный арбитраж может получать значительную прибыль даже из малейшего различия курсов ценных бумаг.

Каждый инвестор, применяющий индексный арбитраж, использует собственную формулу определения подходящего спреда курсов или расчетную стоимость фьючерсных контрактов, чтобы сделать вывод о том, является ли подлинная стоимость фьючерса выше или ниже стоимости лежащего в его основе портфеля акций, выраженной в денежной форме. Определение расчетной стоимости, в свою очередь, опирается на ожидания относительно состояния фондового рынка и экономики, желаемую доходность торговой стратегии, текущие процентные ставки и структуру портфеля акций, включая вопрос о том, нужно ли взять взаймы акции для осуществления торговли. Джек Барбанел, эксперт по фьючерсным контрактам фирмы "Грантл энд ко.", считает, что лица, занимающиеся арбитражными операциями, обычно стремятся получить доходность на 1—1,5% выше доходности казначейских векселей.

Например, не так давно индекс "Стэндард энд пур'з" достиг 308,69 на момент закрытия торговой сессии, а июньский фьючерсный контракт заключен на индекс 311,40, что означает премию в 271 базисный пункт по отношению к денежному выражению индекса (каждый базисный пункт — это одна сотая индексного пункта). На следующий день сотрудники отдела фьючерсной торговли компании "Дональдсон Лафкин энд Дженрит", используя 9,7%-ю ставку для определения затрат на финансирование, подсчитали, что расчетная стоимость июньского фьючерсного контракта на 208 базисных пунктов выше его стоимости в денежном выражении. Они также подсчитали, что программная покупка (выполнение распоряжений о покупке на основе команды, отданной компьютерной программой. — *Прим. науч. ред.*) могла быть осуществлена, если бы фьючерсная премия выросла до 290 базисных пунктов, в то время как программная продажа могла бы начаться, если бы премия упала до 110 базисных пунктов.

Цены и прибыль

Все валютные фьючерсы котируются в долларах или центах за единицу соответствующей иностранной валюты (например, в долларах за фунт стерлингов или в центах за японскую иену). Так, в соответствии с ценами при закрытии биржи (расчетными) на рис. 12.4 один декабрьский контракт на

Когда уровни курсов, при которых покупки или продажи целесообразны, достигнуты и начинается программная торговля (автоматические команды об отдаче приказов брокерам на покупку и продажу. — *Прим. науч. ред.*), *обширный поток команд может оказать сильное влияние на фондовый рынок*, по крайней мере временно. В 80-х годах торговые сессии сопровождались невероятно резкими подъемами и падениями курсов акций, так как программные торги нанесли удар по фондовому рынку. Критики утверждают, что программная торговля создает благоприятную почву для злоупотреблений. Например, торговцы, оперирующие вне программ, которые знают степень воздействия программы на курс акций, могут скупать их или ликвидировать свои позиции, когда видят, что программы готовы к запуску.

После краха Нью-Йоркская фондовая биржа потребовала от фирм — членов биржи приостанавливать использование быстродействующих, выдающих команды на поставки или получение финансовых инструментов систем программной торговли, когда промышленная средняя Доу Джонса *(DJIA)* сдвигается на 50 пунктов в любом направлении. Но программная торговля продолжалась, и весной 1988 г. рынок часто приближался к установленному барьеру, но никогда не пересекал его. В мае 1988 г. в ответ на общественный протест индивидуальных инвесторов и учреждений, которые не применяли программную торговлю, крупнейшие брокерские фирмы, использующие индексные арбитражные операции, включая "Морган Стэнли", "Саломон бразерз" и "Биар Стернз", остановили исполнение торговых сделок за собственный счет, хотя другие продолжали размещать средства по приказам клиентов.

Широкие расхождения во мнениях существуют по поводу результата этих действий. Приверженцы программной торговли утверждают, что программы, осуществляемые многочисленными учреждениями, сохранили программную торговлю на высоком уровне, не вызвав очередного краха. Но скачки курсов в действительности стали вялыми, и рынки успокоились в состоянии, когда барьер в 50 пунктов был не нужен. Вместо этого было принято решение прекращать работу биржи на один час, если промышленная средняя Доу Джонса изменяется на 250 пунктов за одну сессию, и еще на два часа, если ее сдвиг достигает 400 пунктов. Торговля соответствующими фьючерсными контрактами в этих случаях также должна быть приостановлена. В феврале 1989 г. те фирмы, которые ранее отказались от арбитража, возобновили эту практику, следуя примеру "Морган Стэнли". Объем программной торговли начал возрастать.

Средний ежедневный объем программных торгов в марте 1989 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже достиг 17,7 млн. акций — наиболее высокого уровня после рекордного показателя, установленного в июле 1988 г., а в апреле проявились некоторые симптомы понижения активности. Повышение промышленной средней Доу Джонса 18 апреля на 41 пункт было результатом программной торговли; оживление началось вследствие благоприятных инфляционных новостей. 21 апреля *40 млн. акций перешли из рук в руки в последние полчаса торговли, и индекс Доу Джонса поднялся на 20 пунктов в последние минуты.* А в четверг члены биржи заявили, что причиной повышения среднего значения Доу как минимум на 20 пунктов из 30 была программная торговля. Это говорит о том, что программная торговля вновь набрала полную силу.

Источник: Edward A. Wyatt, "Program Trading: Gosh, Here It Comes Again", *Barron's*, May 1, 1989, p. 58.

фунты стерлингов стоил 95 800 долл. (62 500 фунтов × 1,5328 долл.), а декабрьский контракт на японские иены был оценен в 89 875 долл. (поскольку котировка в 0,719 цента за иену составляет меньше цента, мы имеем: 12 500 000 иен × 0,00719 долл.). За исключением котировок процентных фьючерсов на казначейские векселя и другие краткосрочные ценные бумаги, которые будут рассмотрены позднее, процентные фьючерсы оценивают-

CURRENCY FUTURES

	Open	High	Low (1)	Settle	Change (2)	Lifetime High	Lifetime Low (3)	Open Interest
JAPANESE YEN (IMM) 12,5 million yen; $ per yen (.00)								
June	.7093	.7100	.7046	.7052	− .0018	.8485	.7046	68,966
Sept	.7162	.7172	.7118	.7123	− .0020	.8580	.7118	4,773
Dec	.7220	.7235	.7182	.7190	− .0023	.8635	.7182	741
Mr90	.7285	.7295	.7264	.7254	− .0026	.8357	.7264	188
Est vol 40,365; vol Mon 43,848;open int 74,668, +1,721.								
W. GERMAN MARK (IMM)–125,000 marks; $ par mark								
June	.4996	.5018	.4973	.4983	....	.5975	.4973	70,230
Sept	.5022	.5042	.4998	.5006	....	.5977	.4998	6,260
Dec	.5045	.5065	.5025	.5028	− .0002	.5895	.5023	780
Est vol 41,111; vol Mon 44,386; open int 77,270, +5,149.								
CANADIAN DOLLAR (IMM)–100,000 dlrs.; $ per Can $								
June	.8334	.8337	.8308	.8313	+ .0006	.8440	.7670	19,965
Sept	.8285	.8290	.8262	.8267	+ .0004	.8396	.7990	2,310
Dec	.8245	.8252	.8228	.8228	+ .0002	.8370	.7920	679
Mr90	.8193	.8193	.8193	.8193	....	.8322	.7890	100
June		....	....	.8161	− .0002	.8272	.8193	554
Est vol 7,727; vol Mon 8,118; open int 23,608, +328.								
BRITISH POUND (IMM)–62,500 pds.; $ per pound								
June	1.5782	1.5806	1.5570	1.5608	− .0120	1.8370	1.5570	24,750
Sept	1.5636	1.5660	1.5410	1.5458	− .0124	1.8030	1.5410	1,609
Dec	1.5490	1.5500	1.5250	1.5328	− .0130	1.7450	1.5250	186
June	1.5150	1.5270	1.5090	1.5088	− .0130	1.6950	1.5090	151

INTEREST RATE FUTURES

	5 Open	6 High	7 Low	8 Settle	9 Chg	10 Yield Settle	11 Yield Chg	12 Open Interest
TREASURY BONDS (CBT)–$100,000; pts. 32nds of 100%								
June (4)	93-02	93-15	92-19	92-27	− 10	8.765	+ .035	201,176
Sept (4)	92-31	93-09	92-15	92-23	− 9	8.779	+ .032	95,031
Dec (4)	92-25	93-04	92-12	92-18	− 10	8.797	+ .036	19,538
June (4)	92-21	92-28	92-09	92-14	− 9	8.811	+ .032	6,693
June (4)	92-22	92-22	92-04	92-10	− 8	8.825	+ .028	4,346
Sept (4)	92-15	92-15	91-31	92-05	− 8	8.843	+ .029	1,999
Dec (4)	....	....	....	92-00	− 7	8.861	+ .025	266
Mr91 (4)	....	....	....	91-26	− 7	8.882	+ .025	160
June (4)	....	....	....	91-20	− 7	8.904	+ .025	206
Est vol 300,000; vol Mon 371,102; op int 329,435, −6,668.								
5 YR TREAS NOTES (CBT) $100,000; pts. 32 of 100%								
June	97-16	97-165	97-08	97-125	− 0.5	8.65	....	39,618
Sept	97-20	97-21	97-12	97-165	− 0.5	8.62	....	7,622
Est vol 9,000; vol Mon 8,113; open int 47,242, −327.								

TREASURY BILLS (IMM)–1$ mll.; pts. of 100%

	Open	High	Low	Settle	Chg	Discount Settle	Discount Chg	Open Interest
June	91.88	91.89	91.74	91.80	− .02	8.20	+ .02	10,320
Sept	92.38	92.38	92.23	92.30	+ .04	7.70	− .04	10,622
Dec	92.40	92.41	92.28	92.38	+ .06	7.62	− .06	2,527
Mr90	92.46	92.46	92.40	92.46	+ .03	7.54	− .03	294
Est vol 6,682; vol Mon 9,470; open int 23,815, +2,791.								

STOCK INDEX FUTURES

S&P 500 INDEX (CME) 500 times index

	Open	High	Low	Settle	Chg	High	Low	Open Interest
June	322.60	322.85	319.75	320.10	− 3.50	325.00	263.80	123,884
Sept	327.00	327.25	324.15	324.45	− 3.55	329.40	271.50	17,286
Dec	331.40	331.40	328.30	328.65	− 3.60	333.60	298.90	1,295
Est vol 47,059; vol Mon 53,670; open int 142,466, +813.								
Index prelim High 321.98; Low 318.20; Close 318.30–3.66								
NYSE COMPOSITE INDEX (NYFE) 500 times index								
June	179.75	179.90	178.35	178.50	− 1.75	181.05	149.60	5,407
Sept	182.15	182.25	180.80	180.85	− 1.80	183.50	153.90	1,342
Dec	184.50	184.50	183.95	183.20	− 1.90	185.70	161.10	415
Est vol 6,890; vol Mon5,900; open int 7,223, +16.								
The index: High 179.34; Low 177.56; Close 177.61 −1.73								
MAJOR MKT INDEX (CBT) $250 times index								
June	491.90	492.20	488.00	488.60	− 4.85	496.40	442.50	2,285
July	495.00	495.20	491.50	491.80	− 4.90	499.60	469.10	564
Est vol 4,000; vol Mon 2,472; open int 2,849, −12,563.								
The index: High 491.49; Low 485.58; Close 486.14 −5.35								
KC VALUE LINE INDEX (KC) 500 times index								
June	283.80	283.85	282.20	282.60	− 1.90	285.60	245.65	1,264
Sept	287.65	287.65	286.60	286.80	− 1.90	289.10	267.40	133
Est vol 105; vol Mon 181; open int 1,400, −1.								
The index: High 281.93; Low 280.60; Close 280.67 −1.23								

РИС. 12.4. Котировка некоторых активно обращающихся финансовых фьючерсов

На рисунке показаны биржа, на которой ведутся операции, размер единицы контракта, оценка единицы контракта и месяцы поставки, т.е. вся необходимая информация и все части котировочной системы финансовых фьючерсных контрактов. *(Источник: The Wall Street Journal.)*

Примечания научного редактора:

1. Символ названия биржи, на которой сделана данная котировка и ведутся торги этими контрактами.
2. Объем контракта или единица контракта.
3. Единицы оценки контракта.
4. Даты поставки.
5. Цена контракта на момент открытия сессии.
6. Самая высокая цена контракта.
7. Самая низкая цена контракта.
8. Расчетная цена, т.е. цена на момент закрытия сессии.
9. Изменения цены за биржевой день.
10. Доходность данного контракта, выраженная в процентах и измеренная на основе расчетной цены.
11. Изменение доходности (в процентах) по отношению к моменту закрытия торгов предыдущего дня.
12. Открытые позиции по контрактам, показывающие количество контрактов в обращении.

ся в процентах от номинальной стоимости соответствующего долгового инструмента по казначейским среднесрочным или долгосрочным облигациям. Поскольку эти инструменты котируются в долях, равных $^1/_{32}$%, котировка 92—27 для расчетной цены на июньский процентный фьючерс на казначейские долгосрочные облигации (рис. 12.4) расшифровывается как $92^{27}/_{32}$, что при делении 27 на 32, наконец, превращается в котировку 92,84375% номинальной стоимости. Применив этот показатель к номинальной стоимости соответствующих ценных бумаг, мы увидим, что контракт на июньские казначейские долгосрочные облигации стоит 92 843,75 долл. (т.е. 100 000 долл. × 0,9284375). Фьючерсы на индексы котируются в реальных единицах соответствующих индексов, но, как отмечалось ранее, в большинстве случаев имеют номинальную стоимость, составляющую 500-кратный размер значения индекса.

Стоимость процентного фьючерсного контракта реагирует на процентную ставку точно так же, как и долговые инструменты, лежащие в основе контракта. То есть когда рыночная ставка процента повышается, стоимость процентного фьючерса снижается, и наоборот. Однако система котировок для процентных, как, впрочем, и для валютных, фьючерсов, а также фьючерсов на индексы устанавливается таким образом, чтобы отражать рыночную стоимость самого контракта. Так, когда цена, или котировка, финансового фьючерса растет, инвестор, занявший "длинную" позицию, зарабатывает; напротив, когда цена снижается, зарабатывает деньги тот, кто занимал "короткую" позицию. Ценовая динамика — единственный источник дохода для спекулянтов, поскольку, даже если акции и долговые ценные бумаги включаются в некоторые финансовые фьючерсы, такие контракты не содержат требований к дивидендам или процентам по соответствующим ценным бумагам. Но все же высокие прибыли (или убытки) вполне возможны для финансовых фьючерсов благодаря значительному размеру контрактов. Например, если курс швейцарского франка возрастет на 2 цента против доллара, инвестор получит 2500 долл., поскольку один фьючерс на швейцарский франк охватывает 125 000 швейцарских франков; таким же образом падение составного индекса Нью-Йоркской фондовой биржи на 3 пункта означает убытки для инвестора в размере 1500 долл. (500 долл. × 3). По отношению к весьма небольшому первоначальному обязательному депозиту (марже), требующемуся для сделок на рынках финансовых фьючерсов, та-

кая ценовая активность может означать очень высокую норму доходности или очень высокий риск полной потери капитала.

Ценообразование на фьючерсы на казначейские векселя и другие краткосрочные ценные бумаги

Ценовой индекс — *это метод ценообразования на фьючерсные контракты на казначейские векселя (и другие краткосрочные ценные бумаги), отражающий действительные изменения цен этих фьючерсных контрактов.*

Базисный пункт — *это единица, равная $^1/_{100}$%, используемая для котировки контрактов на казначейские векселя и евродоллары.*

Поскольку торговля казначейскими векселями и другими краткосрочными ценными бумагами обычно ведется на денежном рынке на так называемой дисконтной основе, была разработана специальная система установления цен, которая отражает действительные изменения цен этих видов процентных фьючерсов, — система **ценовых индексов**; с ее помощью доходность определяется путем вычитания из 100 значения ценового индекса. Так, контракты на казначейские векселя или евродолларовые депозитные сертификаты будут котироваться в 94,75, когда доходность ценной бумаги, лежащей в их основе, составляет 5,25% (100,00 – 5,25). При такой системе, когда кто-либо покупает, скажем, фьючерс на казначейский вексель и индекс возрастает, то это означает, что держатель контракта получил прибыль. Когда же индекс падает, деньги зарабатывает тот, кто занимал "короткую" позицию, т.е. продавец контракта. Если котировка контракта возросла, значит, снизилась доходность ценных бумаг, на которые он выпущен. Это, в свою очередь, вызвано тем, что курс этих ценных бумаг вырос. Заметьте также, что контракты на казначейские векселя и евродолларовые депозитные сертификаты котируются в **базисных пунктах**, где 1 базисный пункт равен $^1/_{100}$%. Так, котировка 92,38 (которая являлась расчетной ценой декабрьского контракта на казначейские векселя при закрытии биржи) выражает доходность на казначейский вексель в 7,62% (100,00 – 92,38).

Система индексных цен отражает только ценовую динамику фьючерсного контракта; для определения *действительной цены, или стоимости,* фьючерса на 90-дневный казначейский вексель или на евродолларовые депозитные сертификаты мы должны пользоваться следующей формулой:

$$\text{Цена 90-дневного фьючерсного контракта} = 1\,000\,000 \text{ долл.} - \left(\frac{\text{Доходность ценной бумаги в \%} \times 90 \times 10\,000 \text{ долл.}}{360}\right).$$

Обратите внимание на то, что эта формула цены основана не на котировке ценового индекса, а на доходности (в %) самой ценной бумаги, на которую выпущен фьючерс; ее доходность может быть определена путем вычитания значения котировки ценового индекса из 100. Чтобы увидеть, как она действует, рассмотрим фьючерсный контракт на 90-дневный казначейский вексель, который котируется как 92,38. Напомним, что этот контракт оценивается как приносящий доходность в 7,62%. Теперь, используя нашу формулу, мы получаем, что цена (или стоимость) этого фьючерсного контракта такова:

$$\begin{aligned}\text{Цена фьючерсного контракта на 90-дневный казначейский вексель} &= 1\,000\,000 \text{ долл.} - \left(\frac{7{,}62 \times 90 \times 10\,000 \text{ долл.}}{360}\right) = \\ &= 1\,000\,000 \text{ долл.} - 19\,050 \text{ долл.} = \\ &= \underline{980\,950 \text{ долл.}}\end{aligned}$$

Существует удобная подсказка для *отслеживания ценовой динамики* фьючерсных контрактов на казначейские векселя или евродолларовые депозит-

ные сертификаты: помнить, что цена 90-дневного контракта будет изменяться на 25 долл. при каждом изменении на один базисный пункт ставки доходности. Так, когда ставка доходности соответствующей 90-дневной ценной бумаги изменяется, скажем, с 7,30 до 7,45%, это значит, что она изменяется на 15 базисных пунктов и вызывает падение цены фьючерсного контракта на 375 долл. (15 × 25 долл.). (Заметьте, что, хотя здесь это не показано, похожая формула используется для определения цены 30-дневного процентного контракта.)

Техника торговли

Финансовые фьючерсные контракты могут использоваться в целях *хеджирования*. Многонациональные компании и фирмы, активно занимающиеся международной торговлей, в основном применяют валютные фьючерсы или фьючерсы на евродолларовые депозитные сертификаты в целях хеджирования, тогда как различные финансовые институты или финансовые директора корпораций используют для страхования процентные фьючерсы. В любом случае цель у них одна и та же — удержать наилучший обменный курс или возможную ставку процента. Кроме того, индивидуальные инвесторы или менеджеры портфелей финансовых активов клиента приобретают фьючерсы на индексы в целях защиты ценных бумаг от временных падений курсов. Финансовые фьючерсы можно также применять для *комбинирования и использования спреда*. Такая тактика распространена у тех инвесторов, которые часто выбирают сложные стратегии одновременной покупки и продажи двух или более контрактов для формирования желательной инвестиционной позиции. Наконец, финансовые фьючерсы широко применяются для *спекуляции*. Как видно из этого краткого обзора, хотя инструменты могут различаться, методы торговли финансовыми фьючерсами, в сущности, идентичны торговле товарными фьючерсами. Хотя все три варианта стратегии широко распространены среди инвесторов, мы проиллюстрируем использование финансовых фьючерсов только спекулянтами и хеджерами (для более глубокого понимания стратегии комбинирования и игры на спреде смотрите параграф этой главы, посвященный товарам). Сначала мы исследуем спекуляцию валютными и процентными фьючерсами, а затем рассмотрим хеджирование с помощью фьючерсных контрактов на индексы.

Спекуляция финансовыми фьючерсами

Спекулянты особенно интересуются финансовыми фьючерсными контрактами из-за их большого размера. Например, в начале 1989 г. контракты на канадский доллар стоили более 82 000 долл., на казначейские среднесрочные облигации — около 100 000 долл., а контракты на казначейские векселя котировались чуть ли не в 1 млн. долл. По контрактам такого масштаба при небольшом движении соответствующих активов возникают значительные ценовые скачки и, следовательно, прибыли также высоки. Инвестор может использовать валютные или процентные фьючерсы для любых спекулятивных целей. Например, если инвестор ожидает, что доллар будет девальвирован относительно немецкой марки, то он купит фьючерс на немецкую валюту, поскольку контракты должны возрасти в цене. Если спекулянт предчувствует рост процентных ставок, то он, скорее всего, займет "корот-

кую" позицию по процентному фьючерсу (т.е. решит продать его), так как он должен упасть в цене. Поскольку в данном случае применяется принцип первоначального взноса, а источник дохода для финансовых фьючерсов тот же, что и для товарных (рост стоимости фьючерсного контракта), то для определения доходности финансовых фьючерсов используется метод доходности на вложенный капитал.

Давайте рассмотрим пример контракта на иностранную валюту. Предположим, индивидуальный инвестор предчувствует, что японская иена вырастет *относительно доллара*. Вследствие этого инвестор решает купить три сентябрьских контракта с иеной по 0,6195. Каждый контракт стоит 77 438 долл. (12 500 000 × 0,006195), так что общая рыночная стоимость трех контрактов составит 232 314 долл. Несмотря на это, для приобретения контрактов инвестору следует депонировать только 5400 долл. (Напомним, что в табл. 12.3 требуемый первоначальный взнос на японскую иену составляет 1800 долл. за контракт.) Даже если курс иены к доллару возрастет на небольшую величину (с 0,6195 до 0,6700), стоимость этих трех контрактов поднимется до 251 250 долл., и инвестор через несколько месяцев сможет получить прибыль в 18 936 долл. Используя формулу определения доходности инвестиций, представленную выше, получаем, что такая прибыль составляет огромную норму доходности — 351%. Однако даже меньшее изменение курса иены в другом направлении могло бы уничтожить все вложения, т.е. *столь высокая доходность не обходится без такого же высокого риска.*

Теперь рассмотрим инвестиции в процентный фьючерс. Допустим, инвестор ожидает резкого повышения долгосрочных процентных ставок. Поскольку рост ставок означает падение стоимости процентных фьючерсов, инвестор решает продать "без покрытия" два декабрьских контракта на долгосрочные казначейские облигации по 87—22; подобная котировка означает цену контракта в $87^{22}/_{32}$, или 87,6875% номинала. Два контракта стоят 175 375 долл. (100 000 долл. × 0,876875 × 2), но для осуществления таких инвестиций необходимо всего 4000 долл. (т.е. первоначальный взнос составляет 2000 долл. на контракт). Представим, что процентные ставки действительно возросли и в результате цена контрактов на долгосрочные казначейские облигации упала до 80. В таком случае инвестор выкупил бы два декабрьских контракта на долгосрочные казначейские облигации (чтобы закрыть "короткую" позицию) и в результате получил бы прибыль в 15 375 долл. (Напомним, что первоначально он продал два контракта за 175 375 долл. каждый, а позднее выкупил их обратно по 160 000 долл. и в результате получил прибыль.) В данном случае доходность инвестиций составляет 384%. И опять отметим, что в немалой степени такой уровень доходности связан с *огромным риском потерь*, которому подвергается инвестор.

Торговля фьючерсами на индексы

Большинство инвесторов используют фьючерсы на индексы для спекуляции или хеджирования. (Фьючерсы на индексы схожи с *опционами на индексы*, представленными в гл. 11, поэтому многое из того, что будет изложено ниже, применимо также и к опционам на индексы.) Независимо от цели — спекуляция или хеджирование — ключ к успеху состоит в *возможности предсказать будущее развитие событий фондового рынка.* Поскольку инвесторы, по существу, покупают рыночный портфель с помощью фьючерсов на

индексы, они должны овладеть механизмом управления рынком на основе анализа рыночных факторов (см. гл. 8) или некоторых других методов. Если инвестор чувствует, что владеет этими знаниями, он может сформулировать стратегию торговли фьючерсами на индексы или стратегию хеджирования. Например, если инвестор твердо уверен, что на рынке будут преобладать повышательные тенденции, то, скорее всего, захочет занять "длинную" позицию (купить фьючерсы на индексы); напротив, если анализ рынка приводит к выводу о резком падении стоимости акций, инвестор может заработать деньги, заняв "короткую" позицию (продав фьючерсы на индексы). Спекулирование, таким образом, приносит прибыль до тех пор, пока ожидания инвестора относительно рынка действительно оправдываются.

Возьмем, к примеру, инвестора, который считает, что конъюнктура рынка занижена и вот-вот начнется повышательное движение. Он может попытаться выявить один или несколько видов акций, которые могли бы двигаться в том же направлении, что и рыночная конъюнктура (учтем риск при выборе акций, соответствующий этому подходу), или купить фьючерс на индекс "Стэндард энд пур'з 500" по текущей цене, скажем, 324,45. Чтобы осуществить такого вида сделку, спекулянту необходимо внести первоначальный взнос в размере всего 6000 долл. Если ожидания окажутся правильными и рынок действительно получит такое движение, что индекс "Стэндард энд пур'з 500" возрастет до 340,95 к окончанию срока действия фьючерсного контракта, инвестор получит прибыль в 8250 долл. [(340,95 – – 324,45) × 500 = 8250]. При том, что такая прибыль была получена от инвестиций в 6000 долл., доходность вложенного капитала составила бы 138%! Конечно, не стоит забывать, что, если бы рыночная конъюнктура упала всего на 7 пунктов, данные инвестиции были бы *убыточны*.

Фьючерсы на индексы представляют также отличное средство хеджирования, так как обеспечивают инвесторам высокоэффективный способ защиты акций, находящихся в их собственности, от спада рыночной конъюнктуры. Хотя эта тактика и несовершенна, она на самом деле позволяет инвесторам получить желаемую защиту, не затрагивая активов, которыми они располагают. Мы рассмотрим, как работает так называемый *короткий хедж, или хедж "без покрытия"**, который используется для защиты портфеля акций инвестора от падений рыночной конъюнктуры. Представим, что инвестор владеет 1000 акций 15 различных компаний, а рыночная стоимость его портфеля составляет 75 000 долл. Если инвестор предполагает, что рынок может подвергнуться резкому спаду, он может продать свои акции "без покрытия" ("против сейфа"*) или купить опционы "пут" на каждый вид акций. Ясно, что эти альтернативы сложны или дороги и, следовательно, нежелательны для защиты широко диверсифицированного портфеля. Желаемые результаты могли бы быть достигнуты продажей "без покрытия" фьючерсов на индексы. (Заметьте, что, по сути, аналогичная защита может быть достигнута в данной ситуации использованием опционов — покупкой *опциона "пут" на индексы*.)

Предположим, инвестор продает "без покрытия" фьючерсный контракт на составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи *(NYSE)* по 145,75. Такой контракт обеспечил бы близкое соответствие текущей стоимости порт-

* Такого типа хеджирование означает сделку, которая ограничивает или практически устраняет риск снижения стоимости актива без перехода прав собственности. (*Прим. науч. ред*).

феля инвестора, поскольку он оценивался бы примерно в 73 000 долл., но требовал бы внесения первоначального взноса всего в 4500 долл. (Обязательный взнос для хеджеров ниже, чем для спекулянтов.) Теперь, если составной индекс *NYSE* упадет, скажем, до 125,00, инвестор получит прибыль от продажи "без покрытия" около 10 000 долл.; т.е., поскольку индекс упал на 20,75 пункта (145,75 — 125,00), общая сумма прибыли составит: 20,75 × × 500 долл. = 10 375 долл. Эта прибыль (без учета налогов) может быть добавлена к имеющемуся портфелю (например, могут быть куплены новые акции по новым, более низким курсам), что будет иметь следующий чистый результат — возникнет новая портфельная позиция, которая будет приблизительно соответствовать той, что существовала до падения рынка. Насколько точно будут соответствовать друг другу "начальная" и "конечная" портфельные позиции, зависит от того, насколько упала стоимость портфеля. Если в нашем примере средний курс одной акции упал на 10 долл., то позиции будут примерно равноценны. Однако такое случается не всегда; курс одних акций может измениться значительнее, чем курс других, и потому степень защиты, которую обеспечивает данный хедж "без покрытия", зависит от того, насколько чувствителен портфель акций к движениям рынка. Таким образом, при построении хеджа "без покрытия" на базе фьючерса на индексы важен тип акций в портфеле инвестора. Акции внебиржевого оборота, а также акции, отличающиеся высокой неустойчивостью, естественно, потребуют большей защиты, чем акции, курс которых относительно более постоянен или фактор "бета" которых ближе к 1,0. В любом случае хеджирование при помощи фьючерсов на индексы может быть недорогостоящим, но эффективным способом защиты от убытков в случае падения конъюнктуры фондового рынка.

Финансовые фьючерсы и индивидуальный инвестор

Финансовые фьючерсы могут играть важную роль в портфеле инвестора, поскольку он: 1) хорошо знаком с этими объектами инвестирования; 2) ясно представляет себе огромный риск, связанный с их использованием; 3) всецело подготовлен (в финансовом и эмоциональном отношении) к вероятности некоторых убытков. Финансовые фьючерсы — очень неустойчивые ценные бумаги, имеющие потенциал высокой прибыли и убытков. Например, в течение шести месяцев — с декабря 1988 г. по май 1989 г. включительно — цена сентябрьского фьючерса на индекс "Стэндард энд пур'з 500" колебалась от самой низкой отметки (271,50 долл.) до высокой (329,40 долл.). Такой размах колебаний — почти 58 пунктов — даже для одного контракта означает прибыль или убытки в сумме приблизительно 29 000 долл. при первоначальном вложении всего 6000 долл. Диверсификация инвестиций, очевидно, весьма важна как средство, сокращающее возможные разрушительные последствия неустойчивости цен. Финансовые фьючерсы — своеобразные инструменты инвестиций, но при умелом использовании они могут обеспечить огромные доходы.

Опционы на фьючерсные контракты

Эволюция, начавшаяся с биржевых опционов и финансовых фьючерсов, со временем распространилась на процентные опционы и фьючерсы на индек-

Опционы на фьючерсные контракты — *это опционы, дающие их владельцу право купить или продать один стандартный фьючерсный контракт на установленный период времени при установленном курсе исполнения (курсе "страйк"), получая максимальный "эффект рычага".*

сы; в конце концов, это привело к слиянию опционов и фьючерсов и образованию финансового инструмента с необычным потенциалом рычага — **опционов на фьючерсные контракты.**

Они представляют собой биржевые опционы "пут" и "колл" на активно обращающиеся фьючерсные контракты. В сущности, эти опционы дают владельцам право купить (для опциона "колл") или продать (для опциона "пут") один стандартный фьючерсный контракт на установленный период времени при установленном курсе исполнения (курсе "страйк"). В табл. 12.5 дан перечень опционов на фьючерсные контракты, которые можно было приобрести в начале 1989 г. Обратите внимание на то, что такие опционы используются и для товарных, и для финансовых фьючерсов. Эти опционы "пут" и "колл" охватывают такие же количества активов, что и соответствующие им фьючерсные контракты, например: 112 000 фунтов сахара, 100 унций золота, 62 500 ф. ст. или 100 000 долл. в случае долгосрочных казначейских облигаций. Соответственно они обладают той же ценовой активностью, что и товарные и финансовые фьючерсы.

Фьючерсные опционы имеют такие же стандартизированные курсы исполнения ("страйк"), даты истечения и систему котировок, как и другие биржевые опционы. В зависимости от курса исполнения опциона и рыночной стоимости соответствующего фьючерсного контракта эти опционы могут быть с реальной стоимостью и без реальной стоимости. Фьючерсные опционы оцениваются так же, как и другие опционы "пут" и "колл", — как разность между курсом исполнения опциона и рыночным курсом соответствующего фьючерсного контракта (см. гл. 11). Более того, они могут быть использованы так же, как любой другой биржевой опцион, т.е. в целях спе-

ТАБЛИЦА 12.5 Опционы "пут" и "колл" на фьючерсные контракты

Товарные фьючерсы	Финансовые фьючерсы
Кукуруза	Фунт стерлингов
Соя	Немецкая марка
Соевая мука	Швейцарский франк
Соевое масло	Японская иена
Мазут	Канадский доллар
Бензин	Австралийский доллар
Хлопок	Индекс доллара США
Сахар	Индекс муниципальных долгосрочных облигаций
Крупный рогатый скот	Евродолларовые депозиты
Свиное поголовье	Казначейские векселя
Мясо	Среднесрочные казначейские облигации
Свинина	Долгосрочные казначейские облигации
Пиломатериалы	Составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи
Какао	Индекс "Стэндард энд пур'з 500"
Кофе	
Пшеница	
Медь	
Золото	
Серебро	
Сырая нефть	

куляции или хеджирования, в программах андеррайтинга (выпуска) опционов или для комбинирования на базе спредов.

Самое большое различие между фьючерсным опционом и фьючерсным контрактом состоит в том, что *опцион уменьшает возможность убытков*, сводя их до курса самого опциона (опционной премии). Самое большее, что вы можете потерять, — это курс, уплачиваемый за опцион "пут" или "колл", в то время как нет реальных ограничений на размер убытков, которые можно понести, вкладывая деньги прямо во фьючерс. Чтобы увидеть, как действуют опционы на фьючерсные контракты, рассмотрим ситуацию, когда инвестор собирается торговать контрактами на золото. Он твердо уверен в том, что цена золота возрастет в течение следующих 9 месяцев от 455 до примерно 500 долл. за унцию. Инвестор может купить фьючерсный контракт по цене 464,50, внеся первоначальный взнос (маржу) в размере 3500 долл., или он может купить опцион "колл" на фьючерсный контракт с курсом исполнения 440 долл. за унцию, который теперь котируется, скажем, в 20,00 (поскольку соответствующий фьючерсный контракт включает 100 унций золота, полные затраты на этот опцион составят: 20,00 × 100 = 2000 долл.). Заметьте, что опцион "колл" — это опцион с реальной стоимостью, поскольку рыночная цена золота превышает курс исполнения опциона (курс "страйк"). Приведенные ниже цифры показывают, что произойдет с обоими видами инвестиций, если цена золота достигнет 500 долл. за унцию к концу срока действия опциона; они также показывают, что произойдет, если цена золота упадет на 45 долл. — до 410 долл. за унцию:

	Фьючерсный контракт		Опцион на фьючерсный контракт	
	Прибыль (или убытки) (в долл.)	Доходность инвестиций (в %)	Прибыль (или убытки) (в долл.)	Доходность инвестиций (в %)
Если цена золота *возрастает* на 45 долл. за унцию	3550	101,4	4000	200,0
Если цена золота *падает* на 45 долл. за унцию	(5450)	—	(2000)	—

Инвестиции в материальные активы — *это инвестиционные инструменты, имеющие реальную форму существования, такие, как драгоценные металлы, марки или произведения искусства; активы, которые приобретаются отчасти за их инвестиционные достоинства.*

Ясно, что опцион на фьючерсный контракт обеспечивает гораздо более высокую норму доходности, так же как и снижение возможных убытков. Опционы на фьючерсные контракты предлагают интересные инвестиционные возможности, но использовать их следовало бы хорошо осведомленным в товарных и финансовых фьючерсах инвесторам.

ИНВЕСТИЦИИ В МАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ

Инвестиции в материальные активы — это разновидность инструмента инвестиций, которые можно увидеть, осязать и которые имеют реальную фор-

му существования*. Примерами таких инвестиций являются недвижимость, драгоценные металлы и камни, марки, монеты, произведения искусства, антиквариат и другие так называемые *реальные активы*.

Финансовые активы, напротив, являются притязаниями на бумаге, свидетельствами собственности, долга или права на получение процента с некоторых неосязаемых или материальных активов. Многие инвесторы владеют материальными активами, поскольку их можно видеть или осязать, другие предпочитают их именно благодаря инвестиционной ценности. В 70-е годы, особенно в 1978 и 1979 гг., популярность инвестиций в материальные активы значительно возросла. Тому было несколько причин. Во-первых, 70-е годы были периодом очень высокой инфляции. Двузначные цифры темпов инфляции, неизвестные в Соединенных Штатах с конца 40-х годов, стали обычным явлением. Столь высокие темпы инфляции заставили инвесторов беспокоиться по поводу владения финансовыми активами, такими, как деньги, банковские счета, акции и облигации. Их беспокойство усилилось вследствие скудных доходов от финансовых активов в те годы. В результате внимание инвесторов переключилось на инвестиции, которые могли бы принести более высокие доходы, чем темп инфляции, другими словами, на инвестиции в материальные активы. 1979 г. был годом особенно крупных инвестиций в подобные активы. В течение этого года темп инфляции поднялся выше обычного уровня, и ожидалось, что ситуация в будущем еще более ухудшится. Инвесторы стали скупать материальные активы. Другим фактором, который увеличил популярность материальных активов, стала общая нестабильность внутренних и внешних политических условий 70-х годов: "Уотергейт", арабская нефтяная блокада, советское вторжение в Афганистан и иранский кризис с заложниками.

Однако в 1981 и 1982 гг. положение стало меняться, поскольку интерес к реальным активам начал спадать, а их цены значительно снизились. Например, в течение 12 месяцев — с июня 1981 г. по июнь 1982 г. — цена золота упала на 34%, серебра — на 45%, а стоимость монет США упала почти на 30%. За некоторым исключением, доходность инвестиций в материальные активы снижалась в подобном темпе в продолжение 80-х годов. В этом нет ничего удивительного, поскольку если в периоды высокой инфляции эти инструменты инвестиций весьма хороши, то, когда инфляция идет на убыль (что и наблюдалось в 1982 г.), их привлекательность уменьшается. Действительно, как показывает табл. 12.6, инвестиционное поведение материальных активов с 1972 по 1982 г. резко контрастирует с доходностью этих инвестиций в течение пятилетнего периода — с 1983 по 1988 г. Обратите особое внимание на то, как располагаются акции и облигации в более поздний период по сравнению с 70-ми годами: нет сомнения, что в прошлом финансовые активы были менее популярны, но в настоящее время инвестиции в такого рода активы более выгодны, чем большинство инвестиций в материальные активы. Но все же, поскольку еще сохраняется значительный интерес к материальным активам как объекту инвестиций, давайте кратко рассмотрим эту необычную, но временами высокодоходную форму инвестирования.

---

* Речь идет о том, что ценность подобных активов, возможные выгоды от них для инвестора зависят непосредственно от их материальной формы. Противоположная группа активов — нематериальные — обладает ценностью, которая не связана с их реальной оболочкой, а базируется на особых правах, которые они представляют. Финансовые активы — некоторое промежуточное звено, тяготеющее к нематериальным активам в том смысле, что их ценность обусловлена правами, которые в них заключены. (*Прим. науч. ред.*)

ТАБЛИЦА 12.6 Сравнительные нормы доходности различных инструментов инвестиций

В течение 10-летнего периода — с июня 1972 г. по июнь 1982 г.	Доходность (в %)*	В течение 5-летнего периода — с июня 1983 г. по июнь 1988 г.	Доходность (в %)*
1. Монеты	22,5	Обыкновенные акции	13,8
2. Марки (почтовые)	21,9	Облигации	13,4
3. Золото	18,6	Картины старых мастеров	12,0
4. Китайская керамика	15,3	Монеты	10,1
5. Серебро	13,6	Бриллианты	7,5
6. Бриллианты	13,3	Китайская керамика	5,5
7. Жилища	9,9	Жилища	5,0
8. Картины старых мастеров	9,0	Золото	2,2
9. Обыкновенные акции	3,8	Марки (почтовые)	0,2
10. Облигации	3,6	Серебро	–11,6

* Доходность инвестиций выражена в форме *средней ежегодной* доходности и рассчитана на основе сложного процента. Поэтому такие данные представляют ежегодную эффективную *(действительную)* доходность инвестиций; в расчет не включены налоги или трансакционные издержки. *Источник:* Salomon Bros., Inc., January, 1989.

Материальные активы как сфера инвестирования

Материальные активы — это реальные вещи: вы можете сидеть в старинной машине, держать золотую монету или любоваться произведением искусства. Некоторые материальные активы, такие, как золото и бриллианты, портативны, другие, такие, как земля, — нет. Это различие может влиять на ценовую динамику материальных активов. Земля, к примеру, имеет тенденцию возрастать в цене довольно быстро в периоды высокой инфляции и относительно стабильных международных отношений. Золото предпочтительнее в периоды нестабильной международной обстановки, отчасти благодаря своей портативности. Инвесторы верят, что если международная обстановка ухудшится, пройдя критическую точку, то они, по крайней мере, смогут "схватить свое золото и бежать". Рынок материальных активов варьируется в широких пределах, то же самое можно сказать о *ликвидности* этих инвестиций. С одной стороны, у нас есть золото и серебро, которые можно купить и продать в любой форме и которые являются общепризнанными в качестве весьма ликвидных активов в той степени, в какой их относительно просто купить или продать. (В определенной степени платина тоже относится к этой категории, поскольку активно продается в качестве объекта фьючерсных контрактов.) С другой стороны, у нас есть все другие формы инвестиций в материальные активы, которые весьма *неликвидны:* они покупаются и продаются на довольно раздробленных рынках, где очень высоки трансакционные издержки и продажа каждого отдельного предмета — часто очень трудоемкое дело, занимающее много времени.

Альтернативные инвестиционные инструменты

Одним из очень популярных способов инвестирования в материальные активы является покупка *недвижимости.* Действительно, такие инвестиции

оставляют позади все другие материальные активы, и вследствие их особой важности мы рассмотрим инвестиции в недвижимость отдельно в гл. 14. И все же для выбора еще остается широкий перечень инструментов инвестиций среди реальных активов. В основном материальные активы включают следующие реальные виды инвестиционных инструментов:

- золото и другие драгоценные металлы;
- стратегические металлы;
- драгоценные камни;
- предметы коллекционирования.

Золото, вероятно, является самой популярной формой инвестирования в реальные активы после недвижимости. Но золото — только один из нескольких видов *драгоценных металлов;* к нему следует добавить еще серебро и платину. *Стратегические металлы* имеют гораздо менее развитые рынки, чем драгоценные металлы, и включают такие ресурсы, как кадмий, селен, титан и ванадий. Это металлы, которые имеют или, как предполагается, будут иметь ограниченное предложение при большом спросе. *Драгоценные камни* включают алмазы, рубины, изумруды и др., в то время как *предметы коллекционирования* — это и почтовые марки, и монеты, и произведения искусства, и антиквариат. Они представляют собой материальные активы, которые интересны для инвесторов-коллекционеров.

Общей для всех этих видов инвестиций является одна характеристика: их *ценность* обусловлена относительной *редкостью.* Золото, к примеру, — достаточно редкий металл в земной коре. Алмазы, особенно высокого качества, которые привлекают инвесторов, тоже очень редки. Юбилейная марка 1933 г. также имеет ценность, обусловленную редкостью, поскольку первоначально было выпущено ограниченное число таких марок и только часть их дошла до наших дней. Предложение картин Гогена также ограниченно, потому что художник умер в 1903 г. Относительная редкость материальных активов и привлекает инвесторов.

Инвестиционные достоинства

Единственный источник дохода от инвестиций в реальные активы — это *увеличение стоимости,* другими словами, прирост капитала. Владение такими активами не приносит текущего дохода (дивидендов или процентов), вместо этого инвесторы могут столкнуться со значительными *издержками упущенных возможностей,* или *альтернативными издержками* (в форме потери дохода, который мог бы быть получен на капитал), если стоимость их реальных активов растет недостаточно быстро. Еще одним фактором, который необходимо учитывать, является наличие для большинства реальных активов *издержек по хранению* и/или *расходов на страхование,* которые требуют регулярных выплат наличными.

Будущие цены и, следовательно, потенциальные доходы от инвестиций в реальные активы подвержены воздействию одного или нескольких ключевых факторов. К ним относятся:

- темпы инфляции;
- редкость (или спрос и предложение) активов;
- внутренняя и международная нестабильность.

Поскольку будущие цены связаны с инфляцией так же, как и с изменениями в предложении этих активов, такие инвестиции в общем рискованны. Замедление темпов инфляции или заметное увеличение предложения того или иного актива может неблагоприятно сказаться на его рыночной цене. Усиливающаяся инфляция и сохраняющаяся редкость, напротив, могут благоприятным образом воздействовать на уровень доходности. Другим фактором, который может влиять на их рыночную стоимость и, следовательно, на доход от таких инвестиций, особенно драгоценных металлов и камней, является внутренняя и международная политическая обстановка. В благоприятные времена эти формы инвестирования не особенно популярны, в то время как в условиях суматохи и беспорядка спрос на них имеет тенденцию повышаться благодаря их материальной природе.

Вложение капитала в реальные активы

Вложение капитала в материальные активы в некотором смысле мало чем отличается от инвестиций в ценные бумаги. Выбор и расчет времени важны в обоих случаях и играют ключевую роль в определении нормы доходности инвестиций. И все же при осуществлении таких инвестиций надо быть очень внимательным и уметь отделить сугубо экономическое решение от удовольствия обладать этими активами. Многие люди получают огромное удовольствие от ношения бриллиантов, управления редким автомобилем или от обладания произведениями искусства. И в этом, конечно, нет ничего плохого. Но когда вы покупаете реальные активы, имея в виду их инвестиционные достоинства, только одна сторона имеет значение — каков экономический доход от инвестиций! Серьезному инвестору следовало бы обратить внимание на ожидаемое увеличение цены, предполагаемый период владения и потенциальные источники риска. Кроме того, инвестору следовало бы тщательно взвесить издержки страхования и хранения таких активов, так же как и потенциальное влияние на их доходность возможного отсутствия на рынке условий для перепродажи этих реальных активов. Возможно, самым важным ответом мог бы быть следующий: ***не начинайте серьезную программу инвестиций в реальные активы до тех пор, пока точно не поймете, что вам, собственно, нужно и что вы делаете.*** Вам следует хорошо представлять себе, что вы хотите, когда покупаете произведения искусства, бриллиант или редкую монету, и уметь отделить стоящие произведения искусства (или бриллианты и редкие монеты) от остальной массы. Ниже мы рассмотрим эти активы именно как ***инструменты инвестирования.***

Золото и другие драгоценные металлы

Драгоценные металлы — *это материальные активы, такие, как золото, серебро и платина, которые концентрируют значительную стоимость в малых массе и объеме.*

Драгоценные металлы концентрируют большую стоимость в малом количестве массы и небольшом объеме. Другими словами, даже небольшой кусочек драгоценного металла стоит больших денег. Существует три вида драгоценных металлов, обращающих на себя внимание инвесторов: золото, серебро и платина. Из этих трех серебро — самое дешевое, платина — самая дорогая, золото же наиболее популярно. Так что в нашем рассказе о драгоценных металлах мы будем рассматривать золото как основной объект инвестирования. Тысячелетиями золото завораживало людей. И сегодня владение золотом все еще считается необходимостью, хотя его цена значительно сни-

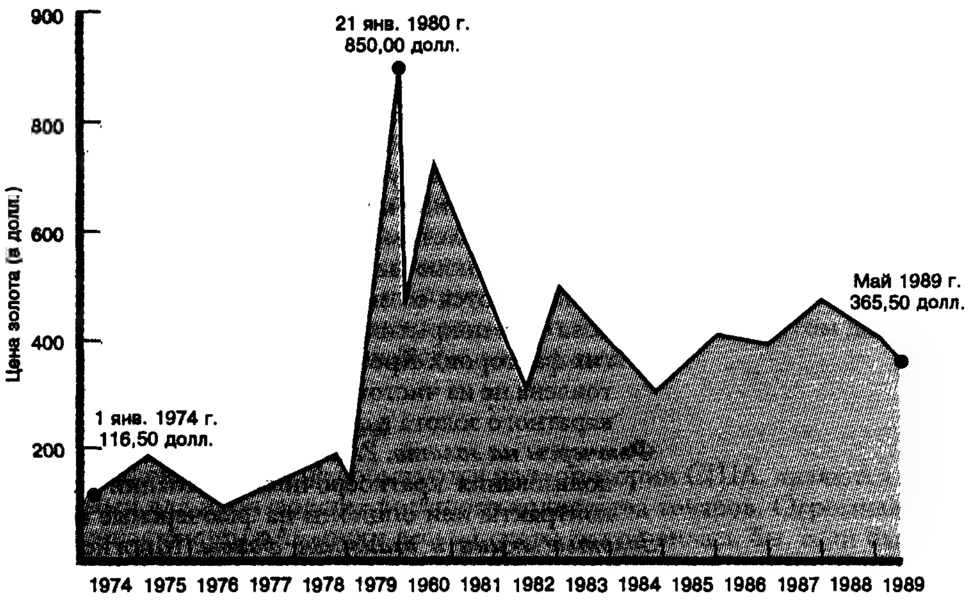


РИС. 12.5. Цена золота (1974—1989 гг.)

Цена золота меняется с большим размахом колебаний, что может дать инвестору крупные прибыли или привести к громадным убыткам.

зилась с января 1980 г., когда она стояла на пиковой отметке — 850 долл. за унцию. В действительности американцы относительно недавно начали вкладывать капитал в золото из-за существовавшего с середины 30-х годов до 1 января 1975 г. законодательного запрещения иметь золото в собственности, за исключением ювелирных изделий. После этой даты миллионы американцев стали заниматься инвестициями в золото; и несмотря на недавнее охлаждение интереса к владению золотом, многие американцы все еще очень интересуются этим металлом.

Подобно другим видам драгоценных металлов золото является высокоспекулятивным инструментом инвестирования, цена которого в последние годы колебалась в широких пределах (рис. 12.5). Многие инвесторы держат, по крайней мере, часть (иногда значительную) своего инвестиционного портфеля в золоте как средстве страхования от инфляции и/или мирового экономического или политического кризиса. Золото может быть приобретено в форме монет, слитков или ювелирных изделий (все, что можно физически иметь во владении); как вариант оно может быть приобретено через фьючерсные контракты на золото (и опционы на такие фьючерсные контракты), акции золотодобывающих компаний, взаимные фонды и золотые сертификаты. Далее мы приводим краткий обзор золотых изделий как инструментов инвестирования.

Золотые монеты. Золотые монеты имеют небольшую коллекционную ценность или вовсе ее не имеют (и, таким образом, относятся к "ненумизматическим золотым монетам"); скорее всего, их стоимость определяется прежде всего качеством и количеством золота. Наибо-

лее распространенными золотыми монетами являются американский "орел", канадский "кленовый лист", мексиканская монета в 50 песо и китайская "панда".

Золотые слитки. Золотые слитки бывают массой от 5 до 400 г, хотя наиболее популярным, вероятно, является килограммовый слиток (32,15 тройской унции).

Золотые ювелирные изделия. Ювелирные изделия — популярная форма владения золотом, но это не лучший способ инвестиций в золото. Причина заключается в том, что ювелирные изделия из золота обычно продаются со значительной премией над стоимостью самого золота (для покрытия затрат труда ювелира, розничных наценок и других факторов). Кроме того, бóльшая часть ювелирных изделий изготовлена не из чистого 24-каратного золота, а из 14-каратного или 18-каратного золота в сплаве с недрагоценными металлами (лигатурой).

Фьючерсы на золото. Распространенный способ инвестиций с целью использования краткосрочных колебаний цен золота — фьючерсные контракты или опционы на фьючерсные контракты.

Золотые акции и взаимные фонды. Многие инвесторы предпочитают покупать акции золотодобывающих компаний или взаимных фондов, которые вкладывают средства в *золотые акции.* Цены акций золотодобывающих компаний имеют тенденцию изменяться в прямой связи с ценой золота. Так, если цена золота возрастает, эти акции обычно ведут себя так же. Возможно также приобретение акций во взаимных фондах, которые вкладывают капитал непосредственно в акции золотодобывающих компаний. Преимущество такого способа инвестиций заключается в более высокой степени диверсификации, чем если бы были приобретены только одна или две разновидности акций. Акции взаимных фондов, деятельность которых ориентирована на золото, тоже имеют тенденцию колебаться вместе с ценой золота.

Золотые сертификаты. Удобным и безопасным способом владения золотом является покупка золотого сертификата через банк или брокера. Сертификат представляет собой право собственности на установленное количество золота, которое находится в хранилище банка. В таком случае инвестору не нужно беспокоиться о сохранности золота, что требовалось бы при владении золотом в натурально-вещественной форме. К тому же при покупке золотых сертификатов вам удается избежать государственных налогов на продажу (которыми могут облагаться покупки монет или слитков).

Подобно золоту могут быть приобретены в различных формах серебро и платина. Серебро может быть куплено в виде множества серебряных монет, слитков, фьючерсных контрактов, опционов на фьючерсные контракты или обыкновенных акций. Аналогично, платина может быть куплена в форме пластинок и слитков, монет, фьючерсных контрактов или "платиновых" акций.

Трансакционные издержки в случае с золотом и другими драгоценными металлами колеблются в широком диапазоне в зависимости от выбранной формы инвестирования. Встречаются такие крайности, когда инвестору при покупке одного канадского "кленового листа" придется уплатить 5% комиссионных, 7% дилерской надбавки и 4% акцизного сбора (или налога с оборота). При покупке же золотого сертификата общие расходы на комиссион-

ные и надбавки составили бы только 2%, причем налог с оборота в этом случае не уплачивается. Трансакционные издержки покупки или продажи золота, как правило, непосредственно зависят от купленного количества. Чем больше количество, тем ниже в процентном отношении трансакционные издержки. Издержки хранения для золота также различны. Золотые монеты и слитки могут находиться в сейфе для хранения ценностей в банке, что обходится примерно в 20 долл. в год. Золото, приобретенное в виде золотого сертификата, обычно влечет за собой издержки хранения, составляющие менее 1% в год. Золотые монеты, слитки и ювелирные изделия легко могут быть проданы ворами, поэтому особенно важно, чтобы они тщательно охранялись. Сейф для хранения ценностей в банке или другом депозитарии может уменьшить беспокойство владельцев.

Стратегические металлы

Стратегические металлы — *это металлы, не добываемые в США, такие, как кобальт, хром и магний, жизненно важные для производства большинства американских товаров.*

Ряд металлов, которые не добываются на территории США, являются необходимыми для производства большого количества товаров. Огромная промышленная система Америки весьма скоро остановилась бы, если бы производители не смогли больше импортировать металлы, часто называемые **стратегическими металлами**. К ним относятся кобальт, хром, галлий, германий, индий, магний, родий и титан. Титан, к примеру, необходим для производства истребителей. Родий используется в производстве автомобильных каталитических конверторов. Таким образом, стратегические металлы представляют собой жизненно важные промышленные материалы (для электроники, телекоммуникаций, аэрокосмической промышленности и других высокотехнологичных отраслей), которыми США не располагают в достаточном количестве и, следовательно, должны полагаться на внешние источники.

Начиная с 1980—1981 гг. стратегические металлы получили признание в качестве объектов инвестирования и продавались инвесторам как страховое средство на случай ограничений их предложения, вызванных кризисом. Продавцы утверждают, что войны, восстания и прочие аналогичные проблемы за рубежом могли бы оставить американских производителей без этих жизненно необходимых сырьевых ресурсов. Если бы такое случилось, производители заплатили бы инвесторам любую цену, чтобы купить хранящиеся у них стратегические металлы, обеспечивая последним баснословную прибыль. Хотя в таком образе мыслей есть своя логика, пророчества об опасности возникновения дефицита стратегических металлов так и не сбылись. В действительности большинство инвесторов, владеющих стратегическими металлами, почти не заработали никакой прибыли, а у многих скопились такие запасы металлов, что в случае продажи они обернутся убытками.

Стратегические металлы — инвестиции с высоким риском. Высокая прибыль возможна, но необходимо учитывать ряд факторов риска. Во-первых, рынки для перепродажи этих металлов неустойчивы, и продать свою собственность может быть очень трудно. Комиссионные и дилерская наценка высоки, так же высоки издержки, связанные с хранением. И самое главное, полное ограничение поставок этих металлов, вероятно, никогда не случится. Страны-производители, такие, как Заир и ЮАР, как правило, нуждаются в поступлении долларов от экспорта этих металлов. Обобщая, следует отметить, что инвестиционные характеристики этих металлов таковы, что

их использования стоило бы избегать любым инвесторам, кроме богатых людей, кто вполне может взять на себя высокий риск убытков и владеть очень низколиквидными объектами инвестиций.

Драгоценные камни

Драгоценные камни — *это алмазы и окрашенные драгоценные камни (рубины, сапфиры и изумруды).*

К **драгоценным камням** относятся алмазы и так называемые окрашенные камни (рубины, сапфиры и изумруды). Драгоценные камни обычно покупают богатые люди и люди среднего достатка для получения духовного и эстетического удовольствия. Однако алмазы и окрашенные драгоценные камни также являются жизнеспособным инвестиционным объектом. Вместе с золотом они являются одним из древнейших объектов инвестиций, обеспечивающих источник реального богатства, а также являются средством страхования на случай политической и экономической неопределенности. Однако стандарты ценности алмазов и окрашенных камней определяются только ювелирами, опытным персоналом первоклассных розничных магазинов, дилерами, резчиками по камню и знатоками-коллекционерами. У алмазов ценность зависит от прозрачности камня и чистоты кристалла. Следовательно, ключевым фактором для покупателя является понимание показателей качества. Цены на драгоценные камни весьма различаются в зависимости от того, насколько они близки к идеалу окраски и чистоты.

Алмазы и драгоценные камни могут быть приобретены в инвестиционных целях через имеющих лицензию на операции с драгоценными камнями дилеров. Комиссионные и дилерские наценки могут варьировать от 20 до 100% в зависимости от качества и сорта (градации). Из-за трудности оценки драгоценных камней настоятельно необходимо выбирать дилеров только с хорошей репутацией. Как объекты инвестирования окрашенные камни и алмазы не приносят текущего дохода, но их цены *высокочувствительны* к изменениям рыночных условий. Например, наивысшая цена безупречного алмаза в один карат (самый популярный объект инвестирования) в начале 1980 г. составляла примерно 60 000 долл. К концу 1982 г. этот камень стоил только около 20 000 долл., т.е. произошло падение на 67% в течение всего лишь двух лет. Большим затруднением при подобных инвестициях, помимо необходимой для определения фактической ценности экспертизы, является относительная *неликвидность* этих камней. Драгоценные камни следовало бы приобретать только тем инвесторам, которые могут держать их, по крайней мере, в течение двух лет: высокие трансакционные издержки обычно не дают возможности прибыльно перепродать их в более короткие сроки. Более того, драгоценные камни бывает очень трудно перепродать, и продавцы часто ожидают продажи месяц и более. Алмазы и окрашенные камни также требуют безопасного хранения и не приносят никаких доходов до того, как будут проданы.

Предметы коллекционирования

Предметы коллекционирования — *это вещи, имеющие ценность благодаря своей привлекательности для коллекционеров из-за относительной редкости или исторической значимости.*

Предметы коллекционирования бывают самые разные — от монет и почтовых марок до автомобилей и афиш, которые привлекают по ряду причин, таких, как красота, редкость и давность. **Предмет коллекционирования** имеет ценность благодаря своей привлекательности для коллекционеров. В течение 70-х годов цены на многие предметы коллекционирования взлете-

ли, но с началом 80-х годов бóльшая часть их либо понизилась, либо продолжала возрастать, но гораздо медленнее, чем инфляция. Конечно, есть некоторые исключения, но они и остаются таковыми — скорее исключением, чем правилом. Однако стоимость некоторых предметов коллекционирования, таких, как дорогие картины, экзотические автомобили, первые автомобили, приводимые в движение усилиями мускулов, мультипликационные фильмы и бейсбольные карточки, на протяжении 80-х годов стабильно возрастала (см. вставку "Проницательному инвестору").

В целом, предметы коллекционирования *не* очень ликвидны. Их рынки бедны, а трансакционные издержки могут быть очень высокими. Произведение искусства, к примеру, обычно имеет 100%-ю дилерскую наценку, а к розничной цене добавляется налог с оборота. Инвестор, желающий побыстрее продать произведение искусства, может получить лишь 50% его розничной цены. На работы, продающиеся по консигнации с дилером, могут начисляться комиссионные в размере 25%, а продажа их может занимать месяцы. К тому же инвестиции в предметы коллекционирования могут быть чрезвычайно рискованными, если только инвестор действительно не разбирается в лабиринтах рынка. В данной области инвестиций, *прежде чем пробовать серьезно вкладывать капитал в предметы коллекционирования, нужно сначала стать хорошо осведомленным коллекционером.* Несмотря на эти препятствия, предметы коллекционирования могут обеспечивать конкурентные нормы доходности и хорошо страховать от инфляции, когда она чрезмерно высока.

Предмет коллекционирования инвестиционного уровня — это вещь, обладающая относительной редкостью или исторической значимостью в рамках жанра коллекционирования и преимущественно в более широком контексте культуры, которая создала эту вещь. Кроме того, он должен находиться в отличном состоянии и быть привлекательным. Хотя почти не существует ограничений в выборе предметов коллекционирования (например, пивные банки, рыболовные принадлежности, журналы и отдельно изданные партитуры небольших музыкальных произведений), к основным категориям предметов коллекционирования, имеющим наиболее высокий инвестиционный потенциал, относятся:

- редкие монеты (нумизматика);
- редкие почтовые марки (филателия);
- произведения искусства (живопись, гравюра, скульптура и т.п.);
- антиквариат (автомобили, мебель и т.п.);
- бейсбольные карточки;
- комиксы;
- абстрактное искусство;
- игры и безделушки;
- афиши;
- фильмы о знаменательных событиях.

Коллекционирование как процесс часто доставляет удовольствие коллекционерам, но при этом позволяет получать дополнительный доход. Однако финансовый доход от предметов коллекционирования можно получить

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Приглашение на встречу коллекционеров бейсбольных карточек

Взрыв интереса к *бейсбольным карточкам* произошел в конце 70-х годов, но и сейчас любители, инвесторы и спекулянты, не считая молодых болельщиков, покупают более 5 *млрд.* новых и старых карточек. Объем продаж доходит до 150 млн. долл. Этот рынок в настоящее время обслуживают 10 000 дилеров, 3500 магазинов розничной торговли, и еженедельно происходит до 100 организованных встреч для обмена карточками между коллекционерами.

Вместе с нарастающим интересом к бейсбольным карточкам появилась возможность получения инвесторами привлекательных доходов. Карточки, стоимость которых после выпуска составляла всего несколько центов (они вообще могли быть приобретены бесплатно), теперь продаются за сотни или даже тысячи долларов. Например, карточка с изображением игрока Микки Мантла может принести 6000 долл.; карточка с изображением игрока Майка Шмидта стоит 125 долл., а карточка 1951 г. с Уилли Мэйсом стоит более 1200 долл. Некоторые карточки с необычной историей сейчас продаются по баснословно высоким ценам. Например, набор 1909—1911 гг. T206 Хонуса Вагнера был продан за рекордно высокую сумму в 110 000 долл. Однако такая цена в большей степени объясняется редкостью, нежели преклонением болельщиков перед клубом "Холл оф фэйм Питсбург пират", прозванным "Летучим голландцем". Насколько известно, в настоящее время осталось менее сотни карточек из этого набора. По этому поводу существуют разные мнения. Одни считают, что Вагнер — ревностный противник курения — добился судебного запрета на распространение этих карточек для их производителя — компании "Америкен тобакко". Другие предполагают, что Вагнер отозвал все карточки назад, поскольку ему так и не заплатили за то, что на них было напечатано его изображение.

Те, кто не покупал бейсбольных карточек даже в детстве, удивляются изменчивой природе таких инвестиций. Двадцать лет назад пакет карточек стоил 5 центов. Сейчас пакет из 15—17 карточек стоит от 40 до 75 центов. Только компания "Топпс чувинг гам" добавляет в упаковки карточек в качестве награды сверхсладкий шарик жевательной резинки, притом лишь в некоторые упаковки. Другие поставщики карточек — "Донрусс", "Флир" и "Мейджор лиг маркетинг" (дистрибьютер фирм "Спортфликс" и "Скор") — добавляют в упаковки различные головоломки, логические задачи и прочие мелочи. Полный ежегодный набор карточек о каждом игроке, который входит в главную лигу весенних тренировочных сборов, состоит из 700—800 карточек и стоит около 20 долл.

Для понимания сути дела может быть полезен краткий экскурс в историю рынка бейсбольных карточек. Впервые бейсбольные карточки начали выпускаться американскими табачными компаниями для рекламы своей продукции в 1880-е годы. Лишь немногие из этих ранних выпусков сохранились в хорошем состоянии до сегодняшних дней, так как большинство из них было напечатано на дешевой бумаге и имело плохое качество. Чрезвычайно ограниченное предложение и огромный спрос на эти карточки сделали их очень ценными (пример тому карточка Хонуса Вагнера). Когда первая мировая война вызвала дефицит сырья, табачные компании отказались от различных поощрительных наград покупателям в виде карточек. После войны бейсбольные карточки опять начали печататься и распространяться в больших количествах теперь уже кондитерскими компаниями и производителями жевательной резинки. Новые карточки

были гораздо более высокого качества, чем прежние, и выпускались в значительно большем количестве — десятками миллионов ежегодно.

Одним из наиболее ценных комплектов бейсбольных карточек является комплект из 240 единиц компании "Тауди гам" от 1933 г. Комплект включает карточки с изображением Бэйба Рута и Луи Герига и может доходить по стоимости до 18 000 долл. Он также включает одну из самых дорогих сегодня карточек — карточку в 9000 долл. члена клуба "Холл оф Фэймер" Наполеона Лайо, которая так ценна вследствие небольшого тиража.

Во время второй мировой войны, когда нехватка бумаги и каучука ограничила производство карточек и жевательной резинки, коллекционирование карточек почти приостановилось. Компания "Боумен гам" возобновила их производство в 1948 г. "Топпс" последовала ее примеру в 1951 г. и сегодня доминирует на рынке, продавая ежегодно до половины общего объема карточек. Первый полный комплект, выпущенный "Топпс" в 1952 г. и состоящий из 407 карточек, теперь стоит 40 000 долл. Комплект высоко ценится коллекционерами главным образом потому, что содержит первые карточки с изображением Микки Мантла и Уилли Мэйса — самых популярных бейсбольных игроков. В течение более чем двух десятилетий после того, как в 1956 г. компанией "Топпс" была приобретена фирма "Боумен", она фактически была монополистом в производстве карточек. Затем в 1980 г. американский окружной суд постановил, что "Топпс" и главные лиги не могут препятствовать другим производителям жевательной резинки выпускать карточки. Годом позже "Флир" и "Донрусс" включились в конкурентную борьбу. "Спортфликс" последовал их примеру в 1986 г., а "Скор" вышел на этот рынок в 1988 г.

Цена бейсбольной карточки, как и любого другого актива, определяется спросом и предложением. В то время как спрос остается привлекательно высоким, бóльшая часть годового выпуска, который составляет около 5 млн. карточек на одного игрока, исчезает в течение нескольких лет. Одна из причин этого состоит в том, что карточки не предназначены для хождения более нескольких лет, складки и загнутые уголки автоматически снижают их ценность. Таким образом, лишь несколько карточек, выпущенных перед второй мировой войной, сохранились в надлежащем виде и могут быть объектами инвестиций. Из-за их недолговечности предложение даже современных бейсбольных карточек, особенно выпущенных до 1981 г., невелико. До того как карточки стали рассматриваться в качестве привлекательных объектов инвестирования, многие из них были выброшены или уничтожены (часто матерями коллекционеров).

На спрос и, следовательно, цену бейсбольных карточек оказывают влияние различные внешние факторы. Среди них: год выпуска (более старые карточки и те, что выпущены в годы, когда было много удачных стартов блистательных новичков бейсбола, особенно ценны); удачи игрока, изображенного на карточке; является ли карточка для игрока, изображенного на ней, первой (первая карточка — это первое появление игрока главной лиги в регулярно выпускаемых и распространяемых по всей стране сериях карточек); состояние карточки; популярность полного комплекта; наличие на карточке различных производственных ошибок. Как правило, чем полнее комбинация этих факторов, тем выше цена карточки. К примеру, выпущенная в свет в 1955 г. первая карточка Доджера Сэнди Коуфакса может стоить 250 долл., а карточка 1960 г. "с собачьими ушами" Янки Дука Кармеля — 8 центов. Спрос сильно зависит от района, от поддерживаемого в том или ином районе интереса и вариаций цен производителей, доходящих до 100% на карточки с изображением сравнимых по популярности игроков. Карточки Мета и Янки в Нью-Йорке продаются в два раза дороже, чем в Иллинойсе, где ценятся карточки бывших игроков клубов "Кубс" и "Уайт сокс".

Источник: David S. Krause, "Baseball Cards Bat 425", *Money*, June 1988, pp. 140—147.

только в результате их продажи. В то время как приобретение предмета коллекционирования обычно вызвано индивидуальным интересом, на чисто финансовой основе следует коллекционировать только предметы, имеющие хороший рынок и высокую вероятность увеличения стоимости. Если интересующий вас предмет является дорогостоящим, *его ценность и подлинность всегда должны быть подтверждены экспертом до покупки*, так как существует множество бессовестных дилеров по торговле предметами коллекционирования. И после покупки следует хранить предметы коллекционирования в безопасном месте.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Товарные и финансовые фьючерсы продаются на фьючерсном рынке, который берет свое начало в аграрном секторе экономики США. Сегодня существует 13 бирж, занимающихся торговлей фьючерсными контрактами, являющимися соглашениями об осуществлении (или принятии) поставки определенного количества конкретного финансового инструмента или товара в установленный срок в будущем.
- На фьючерсном рынке работают хеджеры и спекулянты, которые обеспечивают предложение и спрос на фьючерсные контракты. Хеджерами являются производители, поставщики и финансовые менеджеры корпораций, которые используют фьючерсы для защиты их позиций по соответствующим товарам и финансовым инструментам. Спекулянты придают рынку ликвидность путем торговли фьючерсами исключительно в расчете на их потенциал прибыльности.
- С точки зрения инвестора, ключевым фактором фьючерсных контрактов является то, что они контролируют большие количества соответствующих товаров или финансовых инструментов и в результате могут вызывать огромные ценовые скачки и, таким образом, обеспечивать привлекательные нормы доходности (или очень непривлекательные убытки).
- Товары, подобные зерну, металлам, мясу и древесине, образуют традиционный сегмент фьючерсного рынка. Инвесторы могут выбирать из 40 различных видов товаров, причем некоторые из них предлагаются в различных формах или различного качества; многие продаются более чем на одной бирже.
- Финансовые фьючерсы — новички на фьючерсном рынке. Торговля ими не велась вплоть до 1972 г., но несмотря на это, данный сегмент рынка развился до такой степени, что объем торговли финансовыми фьючерсами теперь превосходит объем торговли товарами.
- Существуют три типа финансовых фьючерсов: валютные фьючерсы, процентные фьючерсы и фьючерсы на индексы. Первый тип имеет дело с шестью видами иностранных валют. Процентные фьючерсы включают различные виды краткосрочных и долгосрочных долговых свидетельств, таких, как облигации и векселя Казначейства США. Фьючерсы на индексы — это контракты, привязанные к широким изменениям на

фондовом рынке, которые измеряются такими индексами, как "Стэндард энд пур'з 500" или фондовый индекс "Вэлью Лайн".

- Новейшими и, возможно, самыми необычными объектами фьючерсной торговли являются опционы на фьючерсы (опционы на фьючерсные контракты) — биржевые опционы "пут" и "колл" на товарные и финансовые фьючерсы.
- И в случае с товарными, и в случае с финансовыми фьючерсами используются одни и те же торговые стратегии, т.е. они могут применяться в целях спекуляции, комбинирования на базе спреда или хеджирования. Независимо от того, как они используются, вся фьючерсная торговля ведется на основе маржи первоначального взноса. Требуемая маржа обычно очень низка (не более 2—10% рыночной стоимости контракта) и способствует увеличению доходности инвестиций.
- Независимо от того, находится ли инвестор в "длинной" или "короткой" позиции, он располагает только одним источником дохода от товарных или финансовых фьючерсов — увеличение (или уменьшение) цены контракта. Для оценки действительной или потенциальной прибыльности фьючерсной сделки инвесторы используют норму доходности вложенного капитала.
- Товарные и финансовые фьючерсы могут занимать важную часть в портфеле активов того или иного лица, причем настолько, насколько инвестор сведущ в механике и ловушках фьючерсной торговли, а также в состоянии нести убытки и понимать степень риска, которому подвергается.
- Материальные (осязаемые) активы представляют собой специфический тип инструментов инвестиций. Такие инвестиции можно увидеть или потрогать, и они имеют реальную форму существования. Исключая недвижимость, четыре основных типа инвестиций в реальные активы включают драгоценные металлы (золото, серебро и платину); стратегические металлы; драгоценные камни (алмазы и окрашенные камни); предметы коллекционирования (монеты, почтовые марки, бейсбольные карточки, игрушки и т.д.).
- Хотя на протяжении 70-х годов инвестиции в материальные активы, за небольшим исключением, приносили значительные доходы, в 80-х годах ситуация изменилась. Единственный источник дохода на эти инвестиции — доход с капитала, а на будущую ценовую динамику инвестиций в реальные активы оказывают влияние три ключевых фактора: инфляция, редкость и политическая или экономическая нестабильность.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Что такое фьючерсный контракт? Кратко объясните, как он применяется в качестве инвестиционного инструмента.
2. Рассмотрите разницу между наличным рынком и фьючерсным рынком:

   а) отметьте причины, по которым фьючерсный рынок стал таким популярным;
   б) покажите, какое влияние на фьючерсный рынок оказывает инфляция.

3. Каков главный источник дохода спекулянтов товарами? Насколько важны различные виды текущего дохода, такие, как дивиденды и проценты, для этих инвесторов?

4. Используя рис. 12.1, покажите, какую прибыль (или убытки) вы могли бы получить при следующих сделках:

   а) вы покупаете контракт на кофе по 1,19 долл. за фунт и продаете по $1{,}54^1/_2$ долл. за фунт;
   б) цена концентрата апельсинового сока возрастает на 60 центов за фунт, а у вас три контракта;
   в) вы продаете "без покрытия" два контракта на свинину по 70 центов за фунт, а цена их падает до 40 центов;
   г) вы недавно купили палладий по 170 долл. за унцию, а цена снизилась до 150 долл.;
   д) вы продаете "без покрытия" четыре контракта на топливную нефть по 35 центов за галлон, а цена ее поднимается до 48 центов.

5. Используя расчетные цены, приведенные на рис. 12.1, определите стоимость следующих товарных фьючерсов:

   а) июльский кофе;
   б) февральское (1990 г.) золото;
   в) августовская неочищенная (сырая) нефть;
   г) ноябрьские пиломатериалы.

6. Почему хеджеры и спекулянты необходимы для эффективного функционирования фьючерсного рынка?

7. Объясните, как ведется торговля на основе обязательного взноса (маржи) на фьючерсном рынке.

   а) Какова разница между первоначальным и поддерживаемым взносом?
   б) Бывают ли случаи, когда от инвесторов требуют вносить дополнительное обеспечение? Объясните.
   в) Как влияет на норму доходности инвестора принцип обязательного взноса (маржи)?

8. Отметьте и кратко охарактеризуйте пять существенных составных частей товарного фьючерса. Какая из них имеет прямое отношение к ценовой динамике контракта?

9. Кратко объясните следующие понятия:

   а) расчетная цена;
   б) ежедневный ценовой лимит;
   в) открытая позиция;
   г) максимальная ежедневная амплитуда колебаний цен;
   д) месяц поставки.

10. Кирк О'Малли считает себя практичным инвестором, имеющим дело с товарными фьючерсами. Не так давно он приобрел июльский хлопковый контракт по 54 цента за фунт, а недавно продал его по 58 центов. Какую прибыль он получил? Каким был бы его доход на вложенный капитал, если бы ему пришлось внести первоначальный взнос в 1500 долл.?

11. Назовите некоторые подходы к инвестициям в товарные фьючерсы и объясните инвестиционные цели каждого из них.

12. В чем заключается разница между товарными и финансовыми фьючерсами? Каковы сходства между ними?

13. Миссис Ширли Ледбеттер регулярно занимается спекулятивными операциями с товарными фьючерсами. В настоящий момент она рассматривает возможность реализации "короткой" позиции по июльскому фьючерсу на овес, который сейчас продается по 148. Ее анализ приводит к предположению, что через несколько месяцев июльский фьючерс на овес будет продаваться по 140. Предполагая, что ее ожидания оправдаются, определите, какую доходность от инвестиций она могла бы получить, если бы продала "без по-

крытия" три июльских контракта на овес (каждый контракт охватывает 5000 бушелей овса) с первоначальным взносом (маржей) в 500 долл. за контракт.

14. Опишите валютный фьючерс и сравните его с процентным фьючерсом. Что такое фьючерс на индексы и как он может использоваться инвесторами?

15. Что такое программная торговля? Какие виды фьючерсных контрактов используются в программной торговле? Оказывает ли программная торговля какое-то влияние на ценовую динамику обыкновенных акций? Объясните.

16. Объясните систему ценовых индексов, используемую во фьючерсных контрактах на казначейские векселя. Вычислите также стоимость следующих финансовых фьючерсов:

    а) сентябрьский фьючерс на немецкую марку, котируемую в 0,5392;
    б) декабрьский фьючерс на долгосрочные казначейские облигации с расчетной ценой 87—22;
    в) мартовский фьючерс на 90-дневные казначейские векселя, котируемые по 93,55;
    г) июньский фьючерс на индекс "Стэндард энд пур'з 500", значение которого при открытии биржи составляло 362,15.

17. Уолт Бенаски подумывает о спекулятивных сделках на процентных ставках. Он считает, что норма процента упадет и, таким образом, цена фьючерсов на казначейские долгосрочные облигации возрастет со своего нынешнего значения в 92—15 до 98. Учитывая, что требуемый взнос (маржа) на контракт составляет 2000 долл., определите, какой была бы доходность инвестиций Уолта, если бы курсы повели себя так, как он предполагает.

18. Объясните, почему так важно, чтобы инвестор был хорошо осведомлен о поведении и инвестиционных характеристиках товарных и финансовых фьючерсов. Почему фьючерсы, находящиеся во владении инвестора, должны быть диверсифицированы?

19. Расскажите, как фьючерсы на индексы могут использоваться в целях спекуляции и для хеджирования. Какие преимущества дает спекуляция фьючерсами на индексы в отличие от спекуляции обыкновенными акциями конкретных выпусков?

20. Джуди Джордан является спекулятивным инвестором фондового рынка на протяжении ряда лет. Она смело управляет своим портфелем активов и предпочитает осуществлять продажи "без покрытия", когда появляется благоприятная возможность. Недавно ее привлекли фьючерсы на индексы, особенно возможность играть с их помощью на движении рынка в целом. В настоящий момент Джуди полагает, что рынок движется вниз, и она решает продать "без покрытия" фьючерсы на фондовый индекс "Вэлью Лайн". Предположим, она продает на срок "без покрытия" три контракта по 187,95 и ей необходимо внести 6000 долл. (маржа) за каждый контракт. Какую прибыль она получит и какова будет доходность инвестиций, если цены действительно понизятся так, что контракты с индексом "Вэлью Лайн" к истечению срока их действия будут продаваться по 165,00?

21. Что такое опционы на фьючерсы? Объясните, как они могут быть использованы спекулянтами. Почему, например, инвесторы предпочитают опционы на процентный фьючерс, а не сам фьючерсный контракт? Какую прибыль получил бы конкретный инвестор, если бы приобрел опцион "колл" на золото по 7,20, когда золото продавалось по 482 долл. за унцию, а к окончанию срока действия опциона цена золота поднялась бы до 525 долл. за унцию? (Предположим, что курс исполнения ("страйк") опциона "колл" составлял 480.)

22. Сравните финансовые и реальные активы как объекты инвестирования.

23. Объясните широкую популярность инвестиций в реальные активы в 70-е годы и опишите условия, при которых цена реальных активов имеет тенденцию возрастать и, следовательно, делает их привлекательными для инвесторов. Что происходило с этими инвестициями в 80-е годы? Приведите несколько примеров осязаемых инвестиций, которые "вели себя должным образом" на протяжении 80-х годов, и тех, которые не отличались таким "поведением".

24. Определите и кратко опишите четыре вида инвестиций в реальные активы; сравните драгоценные металлы со стратегическими металлами; сделайте то же самое в отношении драгоценных камней и предметов коллекционирования.

25. Предположим, компания "Истмэн кодак" только что объявила о создании новой пленки, которая при производстве и проявлении не требует серебра. Как вы думаете, новая разработка компании повлияет на цены серебра в слитках? А на цены акций добывающих серебро компаний?

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

12.1. "Скоростная" инвестиционная программа Т. Дж. Патрика

Т. Дж. Патрик — удачливый промышленный конструктор, получающий огромное удовольствие от спекуляции товарными фьючерсами. Хотя ему только 29 лет, он уже много лет занимается товарными фьючерсами. Его привлек к этому отец, который закупал на бирже зерно для одного из ведущих производителей пищевых продуктов. Патрик осознает огромный риск спекуляции с товарными фьючерсами, но полагает, что, пока он — холостяк, может попытать счастья. Кроме того, его доход составляет от 60 000 до 75 000 долл. в год. Несмотря на это, он следует четкой инвестиционной программе и ежегодно добавляет от 10 000 до 15 000 долл. в свой портфель активов.

Недавно Патрик начал игру с финансовыми фьючерсами, точнее, с процентными фьючерсами. Он признает, что не является экспертом в процентных ставках, но ему нравится широта действий, которую обеспечивают эти объекты инвестирования. Все началось несколько месяцев назад, когда Патрик познакомился с Винни Банано, брокером, специализирующимся на финансовых фьючерсах. Патрику понравилось то, что сказал Винни (главным образом о том, как правильно обращаться с процентными фьючерсами), и он подписал договор с фирмой Винни "Бананос оф зе рокиз". На другой день Винни пригласил Патрика открыть в его фирме счет по приобретению фьючерсов на казначейские векселя. Как считал Винни, процентные ставки будут возрастать резкими скачками, поэтому Патрику следовало бы продать "без покрытия" фьючерсы на казначейские 90-дневные векселя. В частности, Винни полагает, что процентные ставки по казначейским векселям возрастут на $^1/_2$ пункта (с $8^1/_2$ до 9%), поэтому он рекомендует Патрику продать на срок "без покрытия" четыре контракта. Это обошлось бы ему в 8000 долл., поскольку на каждый контракт необходимо внести первоначальный взнос (маржу) в 2000 долл.

Вопросы

1. Предположим, фьючерсные контракты на 90-дневные казначейские векселя в данный момент котируются по 91,35:
   а) определите текущую цену (лежащую в основе стоимость) этого фьючерсного контракта;
   б) какова была бы котировка этого фьючерсного контракта, если бы Винни оказался прав и доходность векселя возросла на 0,5%?
2. Определите, какую прибыль получил бы Патрик, если бы продал на срок "без покрытия" четыре контракта по 91,35, а доходность казначейского векселя возросла бы на 0,5%, т.е. он закрыл бы свою "короткую" позицию, когда фьючерсные контракты на казначейские векселя котировались по 90,85. Рассчитайте также доходность инвестиций Патрика в результате данной трансакции.
3. Что произойдет, если рыночные ставки процента понизятся? Например, сколько получил бы Патрик, если бы доходность казначейских векселей понизилась на $^1/_4$%?
4. В чем вы видите риск рекомендуемой продажи "без покрытия"? Какова ваша оценка нового увлечения Патрика финансовыми фьючерсами; как, на ваш взгляд, она соотносится с его привычной программой инвестирования в товарные фьючерсы?

12.2. Джим Паркер пытается использовать фьючерсы на индексы в качестве инструмента хеджирования

Джим Паркер и его жена Полли живут в Бирмингеме, шт. Алабама. Как и многие молодые пары сегодня, оба супруга работают, поскольку являются выпускниками профессиональных школ и имеют хорошо оплачиваемую работу. Джим на протяжении ряда лет является спекулятивным инвестором фондового рынка и с течением времени составил портфель активов, который в настоящее время оценивается приблизительно в 75 000 долл. Портфель активов Паркера хорошо сбалансирован: в него входят акции компаний с устойчивой тенденцией роста прибыли, несколько высокодоходных акций коммунальных предприятий и небольшое количество умеренно спекулятивных акций. Паркеры реинвестируют все дивиденды и регулярно добавляют инвестируемый капитал к своему портфелю. До сегодняшнего дня им удавалось избегать продаж "без покрытия", и они вели лишь умеренную маржинальную торговлю.

Их портфель активов подвергся значительному удорожанию капитала в последние 18 месяцев, и Джим загорелся идеей защитить прибыль, которую они получили. Джим чувствует, что рынок слишком долго развивался спокойно и имел повышательную конъюнктуру, но находится около того пункта, за которым в скором времени наступит период падения. Паркер тщательно изучил рынок, экономические новости и пришел к выводу, что падение не будет всеобщим и продолжительным. Он почти уверен, однако, что большинство акций, если не все акции в его портфеле, подвергнется неблагоприятному воздействию этих рыночных условий, хотя, конечно, курсы некоторых упадут больше, чем курсы других. Джим наблюдал за фьючерсами на индексы с тех пор, как они впервые появились в 1982 г. Он даже вложил в них немного средств (добиваясь умеренных успехов) и знает все проблемы этих ценных бумаг достаточно хорошо. После тщательного анализа возможностей Джим решает использовать фьючерсы на индексы, в частности фьючерсный контракт на составной индекс Нью-Йоркской биржи, для защиты своего портфеля обыкновенных акций.

Вопросы

1. Объясните, почему Паркеру хотелось бы использовать фьючерсы на индексы для хеджирования своего портфеля акций, и поясните, как ему следовало бы осуществить такое хеджирование. Приведите конкретные аргументы и ответьте на следующие вопросы:
   а) какие альтернативы существуют для Джима в хеджировании текущей стоимости его портфеля?
   б) каковы выгоды и риск использования фьючерсов на индексы для таких целей (в качестве средства хеджирования)?
2. Допустим, фьючерсы на составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (*NYSE*) в настоящее время котируются по 165,60. Сколько контрактов следовало бы приобрести (или продать) Паркеру, чтобы хеджировать свой портфель?
   а) Если стоимость портфеля Паркера понизилась на 12% в период снижения рыночных курсов, то какой цены должен достичь фьючерсный контракт на этот индекс, чтобы покрыть убытки капитала?
   б) Если требуемый взнос (маржа) для покупки или продажи одного фьючерсного контракта на индекс *NYSE* составляет 6000 долл., то какова должна быть доходность инвестиций Паркера при изменении цены фьючерсного контракта на величину, определенную в предыдущем вопросе (2,а)?
3. Предположим, что стоимость портфеля Паркера понизилась на 12 000 долл., в то время как цена фьючерсного контракта на составной индекс *NYSE* изменилась со 165,60 до 147,60 (допустим, что Джим продал на срок "без покрытия" один фьючерсный контракт в целях хеджирования).
   а) Добавьте прибыль от хеджа сделки к новой (уменьшившейся) стоимости портфеля активов. Как это соотносится с суммой рыночной стоимости портфеля в 75 000 долл., которая сложилась до того, как началось падение курсов?
   б) Почему хеджирование при помощи фьючерсов на индексы не обеспечило полноценную защиту портфеля Паркера? Можно ли добиться ***совершенной***

(доллар за доллар) защиты с помощью такой разновидности хеджирования? Объясните.

4. Что было бы, если бы вместо страхования с помощью фьючерсных контрактов Паркер решил использовать *опционы на фьючерсы*. Предположим, опцион "пут" на фьючерсный контракт на составной индекс *NYSE* (курс исполнения 165) в настоящий момент котируется по 5,80, в то время как сравнимый с ним опцион "колл" котируется по 2,35. Используйте данные приведенного выше вопроса 3 о портфеле активов и цене фьючерса для определения степени защищенности портфеля активов. (Подсказка: добавьте чистую прибыль от хеджирования к новой, уменьшившейся стоимости портфеля активов.) Каковы преимущества и недостатки использования опционов на фьючерсы для хеджирования портфеля активов по сравнению с использованием самого фьючерса на индексы?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Bard, Susan M. "Playing the Field With Stock Index Products". *Personal Investor*, May 1985, pp. 56—60.

Dubashi, Jagannath. "Futures and Options". *Financial World*, August 23, 1988, pp. 24—30.

Hager, Bruce. "Commodities: A Shift Away From Traditional Plays". *Financial World*, April 19, 1986, pp. 46—54.

"Interest-Rate Futures: From Bitrh to Boom". *Financial World*, April 29, 1986, pp. 28—35.

Kerwin, Kathleen. "Is the Tail Wagging the Dog? — Sizing Up the Impact of Stock-Index Futures on the Market". *Barron's*, December 10, 1986, pp. 11, 30—42.

Mandel, Dutch. "Classic Car Prices: Up, Up and Away". *Autoweek*, February 29, 1988, pp. 24—25.

Paulson, Morton C. "Collectibles—What's Hot, What's Not". *Changing Times*, November 1987, pp. 123—128.

Roha, Ronaleen R. "How to Sell Any Collectible". *Changing Times*, March 1988, pp. 62—66.

Ruck, Dan. "Commodities: Profit Plays for Small Investors". *Money Maker*, August/September 1988, pp. 35—38.

Wiles, Russ. "Valuing Gold". *Personal Investor*, July 1987, pp. 43—48.

ЧАСТЬ IV

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: опционы и фьючерсы

Опционы и фьючерсы представляют собой достаточно сложные финансовые инструменты, поскольку их стоимость определяется на основе ценовой динамики какого-либо базового товара или финансового актива (например, акции, рыночного индекса, долгового обязательства или иностранной валюты); более того, они часто используются в рамках нестандартных стратегий торговли (таких, как спреды, "стреддлы" и продажа "с покрытием"). В результате большинство опционных и фьючерсных трейдеров используют компьютеры в силу двух главных причин: 1) в целях оценки и вычисления стоимости определенных опционных и фьючерсных контрактов для выявления перспективности конкретного направления инвестирования; 2) для торговли, т.е. для оценки разнообразных торговых стратегий путем сравнения диаграмм прибылей/убытков *(profit profiles)* различных комбинаций опционов, фьючерсов и/или некоторого базового финансового актива. На самом деле операции с фьючерсами и опционами, будучи в высшей степени сложными и изощренными, во многом схожи с техническим анализом, соответственно они требуют проведения интенсивных вычислительных процедур *(number crunching)*. Это во многом объясняет столь широкое применение компьютера серьезными опционными и фьючерсными трейдерами. Рассмотрим, к примеру, проблемы, с которыми сталкивается инвестор, оперирующий опционами на акции. Такие инвесторы, как правило, используют опционные стратегии, направленные на увеличение потенциальной отдачи от вложенного капитала без роста рискованности, — на самом деле это основополагающая цель программ для операций со спредом и продаж "с покрытием". Такие стратегии обычно требуют сравнения потенциальных прибылей или убытков для вложений в разные акции, а также в опционы, которые выпущены на различные базовые акции, при различных исходах. Индивид просто не способен оперативно проделать всю необходимую вычислительную работу без помощи компьютера.

Ниже приведен список доступных инвесторам компьютерных программ по фьючерсам и опционам.

- *Stock Option Analysis Package (SOAP)* (*H&H Scientific, 13507 Pendleton St., Ft. Washington, MD 20744; 301/292-2958*; 150 долл.; компьютеры *Apple*, *IBM PC* и совместимые с ними). *SOAP* вычисляет стоимости опционов на покупку и продажу с использованием распространенных методов оценки опционов; программа может делать серии вычислений для самых разнообразных позиций по опционам на акции. Кроме базовой оценки опционов, программа также может быть использована для анализа различных видов спредов, "стреддлов" и "покрытых" опционных позиций. Программа предоставляет информацию о вариабельности котировок и может графически изображать ожидаемые прибыли или убытки как функцию от цены базовой акции. (*SOAP* соединен с системой *Dow Jones News/Retrieval* для получения котировок акций и опционов в режиме реального времени.)
- *Futuresoft* (*CISCO, 327 S. LaSalle St., Suite 1133, Chicago, IL 60604; 312/922-3661*; 295 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это программа товарного рынка, которая анализирует ряды ежедневных котировок по иностранным валютам, металлам, а также прочим фьючерсам и опционам. Система вычисляет индикаторы технического анализа и изображает результаты графически; более того, стандартные файлы с результатами совместимы с большинством наиболее популярных электронных таблиц. Пользователи имеют возможность либо пополнять свои базы данных вручную, либо автоматически обновлять их через различные информационные службы. Система характеризуется гибкостью, что позволяет пользователям "надстраивать" свои собственные аналитические оценочные модели. Базовый комплект включает программу управления базами данных, пять аналитических программ, модель торговли и графопостроитель.
- *Commodity Futures Real-Time Charts* (*Ensign Software, 7337 Northview, Boise, ID 83704; 208/378-8086*; 895 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Программа, предназначенная для очень серьезного продавца товарных или финансовых фьючерсов, предоставляет полный комплекс усложненных индикаторов технического анализа с использованием телекоммуникационной системы в режиме реального времени. Программа способна выполнять десятки различных операций статистического и технического анализа, причем результат представляется не только в табличной форме, но и в виде графиков и диаграмм как в реальном времени, так и в ретроспективе.
- *Warner Options Database* (*Warner Computer Systems, 1 University Plaza, Hackensack, NJ 07601; 800/626-4634*; 48 долл. плюс пользовательская такса; компьютеры *Apple*, *IBM PC* и совместимые с ними). Обеспечивает текущую и историческую ценовую информацию обо всех опционах, продаваемых в США; доступ к базе данных осуществляется по модему 24 ч в сутки; все котировки ежедневно обновляются.
- *Option Valuator* (*Revenge Software, P.O. Box 1073, Huntington, NY 11743; 516/271-9556*; 145 долл.; компьютеры *Apple* II серии, *IBM PC* и совместимые с ними). Данная программа прогнозирует рыночные цены опционов и вычисляет отношения вариабельности и хеджирования по опционам на покупку и продажу; изображает диаграммы зависимости стоимости опционов от времени, оставшегося до окончания их действия. Также включает функции для продавца опционов, т.е. вычисляет и ото-

бражает на дисплее данные о соотношении риска и доходности по стратегиям "покрытой" продажи.

- *Stock Option Scanner (SOS)* (*H&H Scientific, 13507 Pendleton St., Ft. Washington, MD 20744; 301/292-2958*; 150 долл.; компьютеры *Apple, IBM PC* и совместимые с ними). *SOS* представляет собой программу сортировки, просматривающую свежие котировки до 3000 опционов на акции и ранжирующую их на 50 лучших и худших в соответствии с ожидаемой нормой отдачи (программа анализирует опционы и на покупку, и на продажу); позиции *спред*, *"стреддл"* и *хедж* также могут ранжироваться. Возможно проведение сортировки по выбранным критериям (до пяти). (*SOS* предусматривает получение данных в режиме реального времени из системы *Dow Jones News/Retrieval*.)

Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

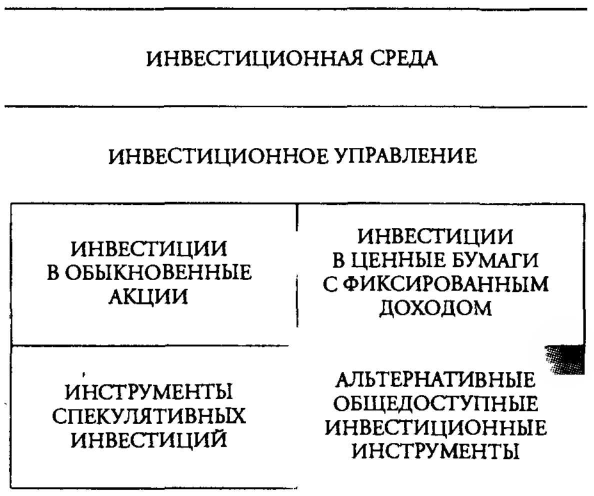
ЧАСТЬ V
АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ОБЩЕДОСТУПНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Часть V включает:

Глава 13. **Взаимные фонды: косвенный путь на фондовый рынок**

Глава 14. **Инвестиции в недвижимость**

Глава 15. **Инструменты с налоговой защитой и инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью**



Глава 13

Взаимные фонды: косвенный путь на фондовый рынок

Изучив эту главу, вы сможете:

- Объяснить, что такое взаимные фонды, на каких принципах они работают и почему диверсификация и профессиональное управление — это краеугольные камни данного вида деятельности.
- Объяснить, в чем заключаются плюсы и минусы инвестиций во взаимные фонды.
- Рассказать о том, какие взаимные фонды существуют и какие виды инвестиционных задач они решают.
- Рассказать о том, какой набор инвестиционных услуг предлагают взаимные фонды, и определить, как эти услуги могут "вписаться" в инвестиционную программу.
- Составить представление о том, как инвестор может использовать взаимные фонды и по каким критериям он может выбрать фонд, соответствующий его задачам.
- Определить источники прибыли и подсчитать доходность инвестиций во взаимные фонды.

Популярность взаимных инвестиционных фондов связана не только с тем, что они дают целый ряд возможностей для выгодного помещения капитала, но и с тем, что они предоставляют широкий спектр услуг, привлекательных для многих инвесторов. В принципе взаимный фонд — это вид финансового института *(инвестиционная компания)*, который получает деньги от своих вкладчиков и от их имени помещает эти деньги в разнообразные ценные бумаги. Поэтому инвестиции в паи и ценные бумаги взаимного фонда — это, по существу, *приобретение права собственности на долю портфеля ценных бумаг, находящихся в профессиональном управлении.* Покупая участие во взаимном фонде, вы становитесь совладельцем этого портфеля.

Взаимные фонды, имеющиеся на американском рынке, пригодны для решения практически любой инвестиционной задачи. В них можно помещать деньги ради накопления богатства, для сохранения их стоимости, а можно делать это ради получения высокой прибыли. Доли участия во взаимных фондах — это поистине широчайший набор финансовых инструментов: они рассчитаны не только на людей с ограниченными средствами, но и на самых богатых и многоопытных. Присмотримся же к тому, как работают эти фонды, откуда берется их прибыль, как она используется, что они могут и чего не могут. Начнем с концепции взаимных фондов и рассмотрим их основные черты, в особенности права собственности их участников.

ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ КАК ОБЩЕСТВЕННЫЙ ФЕНОМЕН

Первый взаимный фонд в Америке был создан в Бостоне в 1924 г.; к 1940 г. их было уже 68, совокупный капитал достиг 448 млн. долл., а число лицевых счетов вкладчиков почти сравнялось с 300 тыс. Но это было только начало. К 1988 г. под управлением фондов находились активы стоимостью существенно больше $^3/_4$ *трлн. долл.*, более *54 млн.* инвесторов владели долями участия в более чем 2700 взаимных фондах, акции которых находились в обращении. Как показано на рис. 13.1, рост масштабов этой отрасли резко ускорился в конце 70-х годов, когда появились и получили широкую популярность так называемые взаимные фонды денежного рынка (их появление способствовало подъему этой отрасли, испытывавшей тогда серьезные трудности), а затем в начале 80-х годов произошел еще один скачок в ее развитии.

Беспрецедентный рост этой отрасли в начале 80-х годов, когда под влиянием падения процентных ставок и появления депозитных счетов денежного рынка взаимные фонды начали терять популярность, был обусловлен двумя обстоятельствами. Во-первых, появились и были освобождены от регулирования так называемые самоуправляющиеся индивидуальные пенсионные счета *(IRA)*, владельцам которых было дано право самостоятельно принимать решения о вложении накопленных средств, что резко повысило спрос на акции взаимных фондов как на инвестиционные инструменты. Во-вторых, благодаря ряду условий (в том числе из-за резкого замедления инфляции) сложилась весьма благоприятная ситуация на рынках акций и облигаций и доходность операций на этих рынках возросла очень значительно. На фондовый рынок хлынула масса новых инвесторов, и отрасль ответила на это разработкой новых финансовых инструментов и ростом числа самих фондов. Поэтому неудивительно, что после краха рынка ценных бумаг в октябре 1987 г. бурный рост этой отрасли внезапно остановился, а

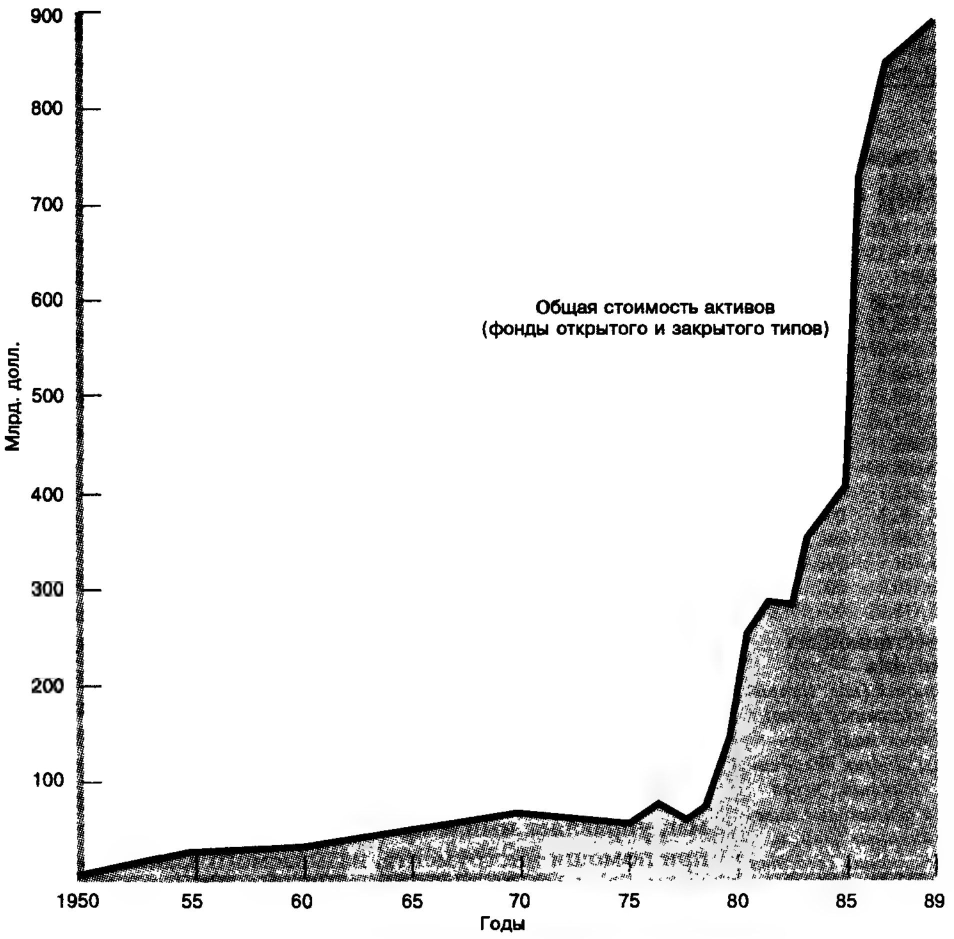


РИС. 13.1. **Рост активов взаимных фондов и инвестиционных компаний**
Взаимные фонды выросли буквально с нуля и в течение последних 15 лет стали одной из главных финансовых сил на нашем денежном и фондовом рынках. (*Источник:* Данные Института Вайзенбергера по обслуживанию инвестиционных компаний и Института инвестиционных компаний.)

объем выкупаемых из обращения акций взаимных фондов резко возрос. Но даже в то время, когда общий *темп роста* этой отрасли резко упал, объем активов, находившихся под управлением взаимных фондов, в 1987 г. увеличился на 53 млрд. долл., а в 1988 г. — еще на 40 млрд. долл. В конечном счете за девять лет (1980—1988 гг.) количество акционеров взаимных фондов увеличилось более чем в четыре раза, а число самих фондов за те же годы выросло с 524 до 2718. В настоящее время взаимных фондов на американском рынке *больше, чем выпусков акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже.* Во взаимные фонды вкладывают деньги люди из всех слоев населения независимо от уровня доходов; и совсем неопытные, и самые искушенные инвесторы считают, что по тем или иным причинам часть денег следует отдавать под профессиональное управление. Всеобщее признание

концепции взаимных фондов — это само по себе знаменательное явление. Несколько десятков лет назад они были едва заметны, а сейчас стали одной из самых влиятельных сил на фондовых рынках и одновременно одним из важнейших финансовых институтов в экономике США.

Обзор взаимных фондов

С момента возникновения организованных рынков капитала инвесторы решали одни и те же сложные вопросы: что выбрать из акций или облигаций, когда их покупать и когда продавать. Именно эти вопросы легли в основу концепции взаимных фондов, и именно это в значительной мере объясняет, почему они смогли так вырасти. У многих инвесторов просто нет ни времени, ни знаний, ни желания самим управлять своими портфелями. Поэтому они обращаются к консультантам, чаще всего к специалистам по управлению портфелями ценных бумаг.

Совместная диверсификация инвестиций

Инвестиционная компания — *это компания (как, например, взаимный фонд), объединяющая капиталы многих вкладчиков, ставящих перед собой одинаковые инвестиционные цели, и помещающая средства в разнообразные ценные бумаги.*

Концепция инвестиционного фонда строится на простой идее: выбирать ценные бумаги и управлять ими должны профессиональные менеджеры. По существу, взаимный фонд — это вид **инвестиционной компании**, которая привлекает капиталы многочисленных вкладчиков, преследующих одни и те же цели, и помещает эти средства в разнообразные ценные бумаги. (Вообще говоря, взаимный фонд можно рассматривать как *финансовый продукт*, который инвестиционная компания выставляет на публичную продажу; иначе говоря, инвестиционная компания создает портфель ценных бумаг, управляет ими и продает права собственности на доли этого портфеля при помощи инструмента, называемого взаимным фондом.) Инвесторы покупают доли собственности взаимного фонда и тем самым получают доступ к такому широкому набору ценных бумаг, который им недоступен в других случаях. Чтобы представить себе, что это за набор, достаточно обратиться к рис. 13.2, на котором приведена часть списка ценных бумаг, составляющих реальный портфель одного крупного взаимного фонда (на самом деле это только одна страница из 11-страничного списка). Представьте себе, что, по данным на январь 1989 г., этот фонд владел самыми разными по величине пакетами — от 600 акций компании "Амоко корпорейшн" до *трех с лишним миллионов* акций "Ллойдс-банка". Более того, в любой отдельно взятой отрасли этот фонд владеет акциями многочисленных компаний. Совершенно ясно, что ни один инвестор, кроме сверхбогачей, не может и мечтать о таком разнообразии. Тем не менее любой держатель акций этого фонда является совладельцем широчайшего набора ценных бумаг.

Конечно, далеко не все фонды так велики или так диверсифицированы. Но в любом случае по мере движения курсов акций, которые держит фонд, колеблется и рыночный курс акций самого взаимного фонда. Когда фонд получает дивиденды и проценты, он передает их своим акционерам и распределяет соответственно их долям участия в капитале. Например, если вы — собственник 1000 акций взаимного фонда и ваш пакет составляет 10% акций, выпущенных фондом, то вы получите 10% выплачиваемых дивидендов. Если ценная бумага, находящаяся в портфеле фонда, продается с прибылью, то эта прибыль — курсовая разница — тоже передается вклад-

	(1) *Shares*	(2) *Value (Note 1)*
(3) COMMON STOCKS— *continued*		
(4) DURABLES — *continued*		
Motor Vehicles — 2,7%		
Americus Trust for Ford Motor Co. (Prime)	47,900	$ 4,059,525
Americus Trust for General Motors Corp. (Prime)	95,800	7,544,250
Chrysler Corp.	5,200	151,450
Ford Motor Co.	224,100	12,213,450
General Motors Corp.	992,660	90,704,307
Quaker State Corp.	127,000	2,254,250
		116,927,232
(5) TOTAL DURABLES		120,096,756
(6) ENERGY — 6,8%		
Energy Services — 0,8%		
Baker Hughes, Inc.	1,004,700	15,070,500
Halliburton Co.	199,900	5,897,050
McDermott International, Inc.	897,500	15,818,437
		36,785,987
(7) **Oil and Gas — 6,0%**		
Americus Trust for Chevron Corp. (Prime)	94,100	4,234,500
Americus Trust for Mobil Corp. (Prime)	71,200	3,081,600
Amoco Corp.	600	46,575
Chevron Corp.	98,000	4,752,000
Elf Aquitaine	94,800	6,216,636
Energy Development Partners Ltd.	150,000	468,750
Freeport-McMoRan, Inc.	1,845,581	62,057,661
Louisiana Land & Exploration Co.	1,000	32,250
Mobil Corp.	4,800	232,800
Murphy Oil Corp.	147,500	4,720,000
Occidental Petroleum Corp.	907,700	25,415,600
Pennzoil Co.	1,043,850	82,464,150
Sun Company, Inc.	131,200	4,641,200
Sun Exploration & Production Co.	135,800	3,921,225
USX Corp.	1,888,600	60,199,125
Union Exploration Partners, Ltd.	15,911	232,698
		262,696,770
(8) TOTAL ENERGY		299,482,757
(9) FINANCE — 22,9%		
(10) **Banks — 15,9%**		
AmeriTrust Corp.	64,000	1,392,000
AmSouth Bancorporation	221,600	5,429,200
Banc One Corp.	15,200	385,700
Banca Nazionale Del Lavoro Risp	120,000	1,034,007
Bank of Boston Corp.	1,376,565	35,102,407
Bank of Montreal	792,300	19,410,090
Bank of New England Corp.	141,832	3,363,760
Bank of New York Co., Inc.	685,147	26,720,733

	(1) *Shares*	(2) *Value (Note 1)*
(11) **Banks** — *continued*		
Bankers Trust New York Corp.	1,047,572	$ 40,462,468
Barclays plc Ord	878,700	7,279,669
Boatmen's Bancshares, Inc.	296,100	9,068,062
Chase Manhattan Corp.	1,060,686	33,411,609
Chemical Banking Corp.	697,375	22,577,515
Chemical Banking Corp. Class B	27,400	119,875
Citicorp	2,853,878	78,124,855
Citizens & Southern Corp.	670,200	17,257,650
Comerica, Inc.	260,100	12,419,775
Continental Bank Corp.	275,850	5,654,925
First Bank System, Inc.	889,649	17,904,188
First Chicago Corp.	1,865,042	64,110,818
First City Bancorporation of Texas, Inc. t	387,100	11,225,900
First Fidelity Bancorporation	1,087,197	31,392,813
First Interstate Bancorp	156,100	7,430,700
First Virginia Banks, Inc.	49,000	1,261,750
Fleet/Norstar Financial Group, Inc.	72,345	1,953,315
Grant Street National Bank	322,820	181,473
KeyCorp.	417,000	9,017,625
Lloyds Bank plc	3,152,700	20,817,751
Manufacturers Hanover Corp.	128,900	3,883,112
Manufacturers National Corp.	142,739	6,619,521
Mellon Bank Corp.	326,581	9,225, 913
Mercantile Bancorporation, Inc.	100,300	2,783,325
Morgan (J.P.) & Co., Inc.	74,426	2,716,548
National City Corp.	428,404	14,030,231
National Westminster Bank plc	988,900	10,392,350
Norwest Corp.	412,015	14,832,540
NCNB Corp.	70,795	2,123,850
Security Pacific Corp.	2,398,430	91,440,143
Shawmut National Corp.	902,081	22,439,264
Society Corporation	800	27,800
Southeast Banking Corp.	1,085,086	25,363,885
United Jersey Banks	400,000	8,500,000
		698,888,913
(12) **Credit and Other Finance — 0,2%**		
American Express Co.	132,200	4,048,625
Federal National Mortgage Assn.	1,000	59,750
Lomas & Nettleton Financial Corp.	443,600	5,434,100
Primerica Corp.	44,500	1,045,750
		10,588,225
(13) **Insurance — 4,8%**		
Aetna Life & Casualty Co.	1,130,196	55,944,702
American Bankers Insurance Group, Inc.	551,600	6,619,200
American General Corp.	392,500	13,295,937
Aon Corp.	349,800	9,963,800
Chubb Corp. (The)	54,900	3,328,312
Continental Corp.	245,600	8,442,500
CIGNA Corp.	320,300	16,695,637

РИС. 13.2. **Фрагмент списка ценных бумаг, составляющих портфель инвестиционных компаний**

Список акций, которые держит только один данный фонд, насчитывает более 10 страниц. В нем перечислены акции нескольких сот различных компаний. Большинство инвесторов не могут даже надеяться на то, что они смогут самостоятельно добиться такой широкой диверсификации. (*Источник:* Fidelity Investments.)

Примечания научного редактора:

1. Число акций.
2. Стоимость.
3. Обыкновенные акции *(продолжение)*.
4. Производство потребительских товаров длительного пользования *(продолжение)*.
5. Итого по рынку потребительских товаров длительного пользования.
6. Энергетика.
7. Нефть и газ.
8. Итого по энергетике.
9. Финансы.
10. Банки.
11. Банки *(продолжение)*.
12. Кредитные и прочие финансовые учреждения.
13. Страхование.

Комментарий

В перечне приведены не только названия выпусков и эмитентов, но и структура портфеля активов этого взаимного фонда. Поэтому каждый "сектор" имеет также данные о его удельном весе в стоимости совокупного портфеля.

Совместная диверсификация — *это прием, применяемый для распределения риска владения ценными бумагами, когда инвесторы покупают доли объединенного диверсифицированного портфеля ценных бумаг. Такой портфель создается в общих интересах индивидуальных вкладчиков.*

чикам фонда. Таким образом, вся идея взаимного фонда состоит в том, чтобы добиться совместной диверсификации, или диверсификации путем создания пула. Это очень похоже на концепцию страхового дела, когда ресурсы объединяются в общих интересах индивидуальных вкладчиков. (В страховании инвестор (страхователь) и страховщик объединяют усилия для снижения рисков. Инвестор, покупая полис со страховым "покрытием", передает тем самым часть своих рисков страховщику. — *Прим. науч. ред.*)

Плюсы и минусы владения акциями взаимных фондов

Участие во взаимных фондах имеет множество плюсов. Один из самых главных — это *диверсификация*. Диверсификация является одной из сквозных тем настоящей книги, и именно ее результатами пользуется инвестор, покупая доли (акции) взаимного фонда. Диверсификация выгодна, так как она снижает риск, изначально присущий любому вложению денег, благодаря распределению вложений среди максимального числа отраслей и компаний. Данные табл. 13.1 показывают, как применен принцип диверсификации крупнейшими в США взаимными фондами, а также как меняются размеры вложений в акции по мере изменения рыночных перспектив. Поскольку в фондах на постоянной основе работают профессиональные менеджеры, индивидуальные вкладчики избавлены от необходимости изо дня в день следить за движением курсов, вести записи и принимать текущие решения. Более того, вполне возможно, что эти менеджеры лучше разбираются в подобных вопросах, чем сами инвесторы. И еще одно преимущество: в большинстве взаимных фондов (правда, не во всех) начальная величина необходимых инвестиций может быть очень небольшой. Иногда вообще не оговаривается размер первого взноса, а после того как он сделан, новые акции можно покупать понемногу. К тому же фонды предлагают некоторые дополнительные услуги, весьма привлекательные для инвесторов, например автоматическое реинвестирование дивидендов, удобные схемы изъятия вложений, воз-

можность обмена акций одного взаимного фонда на акции другого или выписывания чеков по своему вкладу и т.д. Наконец, взаимные фонды просто удобны для своих владельцев, так как доли в них сравнительно легко приобрести, фонды сами отвечают за регистрацию и состояние документов, курсы их акций широко котируются, акции можно покупать и продавать дробными долями.

Однако существуют и недостатки. Один из них — это присущая многим взаимным фондам невысокая ликвидность. Акции многих фондов легко купить, но нелегко продать. Продажа акций фондов — это чаще всего такая сделка, которую инвестору приходится выполнять по принципу "самообслуживания", продавая акции самому фонду. Поскольку акции фондов продаются без комиссионного вознаграждения брокерам, то и брокеры не стремятся к проведению подобных сделок по поручению инвесторов. А это означает, что фонд не предлагает вам *обслуживание по телефонному звонку.* Большинство инвестиционных фондов разрешает инвесторам перемещать деньги из фонда в фонд по телефонному звонку, но лишь при том условии, что различными фондами управляет одна и та же инвестиционная компания. Большинство компаний берет за эту услугу символическую плату или оказывает ее бесплатно. Правда, в тех фондах, где разрешается обменивать акции на акции других взаимных фондов, количество таких обменов обычно ограниченно в течение года. (Мы рассмотрим эту услугу более подробно в той главе, где будет идти речь о *праве на конверсию.*) Другой, гораздо более важный недостаток состоит в том, что акции фондов бывают весьма дороги. Во многих фондах установлены немалые комиссионные сборы (иногда их называют "нагрузкой"). Кроме того, за профессиональные услуги взимается ежегодная плата за управление, которую прибавляют к стоимости акции и которую нужно вносить независимо от того, хорошо или плохо шли дела фонда в данном году.

Плата за управление — *это вознаграждение, которое уплачивается фонду ежегодно за предоставление профессиональных услуг; взимается независимо от доходности портфеля.*

Наконец, при всем профессионализме управления и консультаций долгосрочные показатели доходности портфеля чаще всего примерно соответствуют общей тенденции фондового рынка. Конечно, случаются значительные отклонения от этого правила, но большинство фондов действует в рамках общей тенденции рынка. Так, на рис. 13.3 приведены показатели доходности инвестиций 15 различных фондов, работающих с акциями, в течение пятилетнего срока — между 1980 и 1988 гг. (это период повышения конъюнктуры фондового рынка в 1982—1987 гг. и последовавший затем крах в октябре 1987 г.). На рисунке отражены показатели доходности, рассчитанные на основе сложного процента и с допущением, что все дивиденды и приросты курсовой стоимости реинвестированы в покупку акций. Обратите внимание на то, что по сравнению со значением индекса "Стэндард энд пур'з 500" паи *только трех* фондов показали доходность выше средней, а у многих она оказалась ниже средней. Смысл этого явления ясен: *добиваться результатов выше средних по всему рынку — задача трудная даже для профессиональных менеджеров портфелей финансовых активов.* Есть небольшая группа фондов, обеспечивающая своим держателям доходность выше, а иногда и значительно выше среднего уровня, но большинство фондов не имеет высоких показателей. Однако это не означает, что долгосрочная доходность инвестиций во взаимные фонды ниже среднего уровня или ниже уровня доходов по сберегательным счетам в банке или безрисковым активам. Напротив, долгосрочная доходность инвестиций во взаимные фонды

ТАБЛИЦА 13.1 Диверсификация инвестиций взаимных фондов в обыкновенные акции*

	Рыночная стоимость на 1983 г. (в %)	Рыночная стоимость на 1988 г. (в %)
Сельскохозяйственное машиностроение	0,40	0,49
Авиастроение и аэрокосмическая промышленность	2,16	1,68
Воздушный транспорт	1,88	2,09
Производство автомобилей и запасных частей к ним (кроме шин)	3,21	4,45
Производство стройматериалов и строительного оборудования	1,83	0,93
Химическая промышленность	5,63	4,92
Связь, телевидение, радио, киноиндустрия[а]	2,50	7,82
Компьютерные услуги	0,72	2,97
Многоотраслевые компании—конгломераты	2,59	2,49
Производство контейнеров	0,80	0,15
Производство лекарств и косметических средств	5,87	4,77
Производство электрического и электронного оборудования (кроме радиотелевизионного)	13,15	4,47
Финансы (включая банковское и страховое дело)	8,69	17,73
Производство продовольствия и напитков	2,57	3,07
Материальное снабжение и обслуживание больниц	1,17	1,34
Индустрия развлечений	2,38	2,07
Машиностроение	1,85	1,8
Металлургия и добыча минерального сырья	1,85	3,08
Производство конторского оборудования	7,13	4,14
Нефтяная промышленность	8,92	6,78
Бумажная промышленность	1,99	2,31
Типографское и издательское дело	1,43	1,57
Предприятия коммунального хозяйства (включая добычу и продажу природного газа)[б]	8,24	5,81
Железные дороги, производство и ремонт оборудования для железных дорог	1,28	1,21
Розничная торговля	5,61	5,39
Резиновая промышленность (включая шинную)	0,79	0,35
Производство стали	0,76	0,58
Текстильная промышленность	0,72	0,60
Табачная промышленность	1,00	1,49
Прочие производства	2,88	3,45
Итого	100,00	100,00

* Диверсификация вложений составлена по данным о портфелях крупнейших инвестиционных компаний на конец 1983 и 1988 гг.

[а] В 1988 г. включая телефонные компании.

[б] В 1983 г. включая телефонные компании.

Источник: Mutual Fund Fact Book, 1984, 1989.

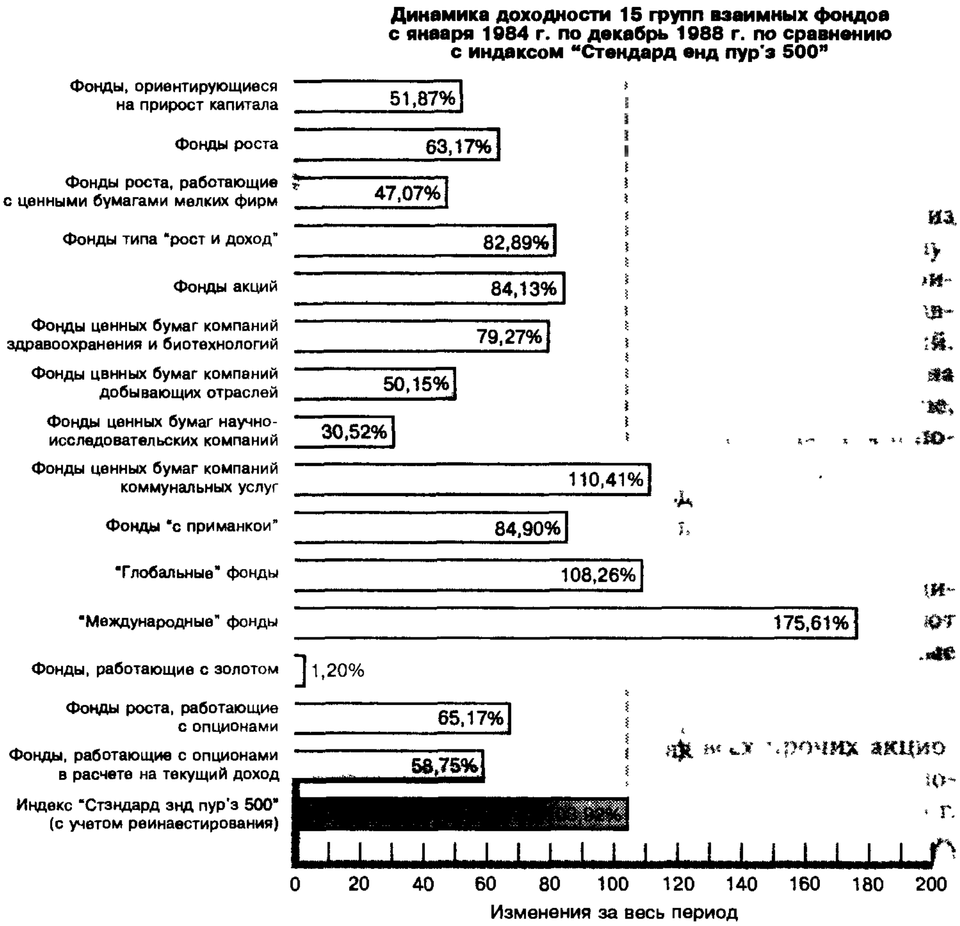


РИС. 13.3. Сравнение доходности акций взаимных фондов и средних показателей доходности ценных бумаг на рынке в целом

Как показывают эти данные, взаимным фондам нелегко опережать рынок даже при том, что они пользуются услугами профессиональных финансовых менеджеров. В данном случае средние показатели по 12 из 15 групп взаимных фондов оказались ниже среднего рыночного уровня доходности. (*Источник: Barron's,* February 13, 1989.)

всегда была достаточно высокой, но ее уровень обычно привязан к общему состоянию устойчивости рынка и/или к возможностям реинвестирования дивидендов и курсовой прибыли.

Государственное регулирование взаимных фондов

Хотя о регулировании фондового рынка мы уже рассказали в гл. 2, здесь имеет смысл коротко напомнить о своде важнейших правил, имеющих отношение к взаимным фондам. Начнем с того, что Закон о ценных бумагах, принятый в 1933 г., требует, чтобы полная информация обо всех фондах подавалась в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Этот закон требует так-

же, чтобы фонд предоставлял потенциальным инвесторам проспекты о текущей деятельности, сообщал им сведения о своем руководстве, его инвестиционной политике и целях и давал другую существенную информацию. Кроме того, сделки купли-продажи акций взаимных фондов подпадают под положения Закона о торговле ценными бумагами от 1934 г., направленные против мошенничества, а деятельность консультантов, работающих со взаимными фондами, регламентируется Законом о консультантах по инвестициям от 1940 г. Важнейшее из этих положений состоит в том, что для приобретения статуса инвестиционной компании фонд должен соответствовать требованиям Закона об инвестиционных компаниях от 1940 г. Этот подробно разработанный законодательный акт содержит основы регулирования взаимных фондов как отрасли финансовых услуг и в числе прочего устанавливает критерии распределения доходов, структуру комиссионных вознаграждений и правила диверсификации активов. Наконец, с точки зрения налогового законодательства, поскольку взаимные фонды подпадают под действие "Примечания М" к Закону о налогообложении внутренних доходов, постольку они являются институтами, в основном освобожденными от уплаты налогов (что устраняет двойное обложение дивидендов и дохода). Кратко говоря, это означает следующее: чтобы работать в качестве официально зарегистрированной инвестиционной компании и пользоваться законными налоговыми льготами, фонд должен каждый год распределять среди своих акционеров практически 100% своей прибыли. В этом случае фонд не будет платить *никаких* налогов на прибыль независимо от того, что является их источником — текущий доход либо прирост курсовой стоимости ценных бумаг.

Особенности различных типов взаимных фондов

Типов взаимных фондов очень много, и они значительно отличаются друг от друга особенностями организации, размерами комиссии за услуги и способами купли-продажи ценных бумаг. Рассмотрим некоторые из этих особенностей.

Взаимный фонд — *это инвестиционная компания открытого типа, вкладывающая деньги своих акционеров в диверсифицированный портфель ценных бумаг.*

Инвестиционная компания открытого типа — *это разновидность инвестиционной компании (фонда), в которой инвесторы покупают акции и продают их непосредственно взаимному фонду. Число акций, которые такой фонд может выпустить, неограниченно.*

Инвестиционные компании открытого типа

Термином **взаимный фонд** обычно обозначается инвестиционная компания открытого типа. Среди инвестиционных компаний преобладают взаимные фонды. Под их управлением находится свыше 90% всех активов инвестиционных компаний. Многие фонды очень велики, а у некоторых портфели измеряются *миллиардами* долларов. В **инвестиционной компании открытого типа** инвесторы покупают акции прямо у взаимного фонда и ему же продают их обратно. Если инвестор намеревается купить акции в фонде открытого типа, то фонд делает новый выпуск своих ценных бумаг и выполняет заказ из этого выпуска. Число акций, которые такой фонд может выпустить, неограниченно. Единственное ограничение выпуска — объем спроса со стороны инвесторов. Более того, все взаимные фонды открытого типа обеспечивают собственные ценные бумаги и выкупают их, как только инвесторы решают их продать. Поэтому операций между индивидуальными инвесторами с этими ценными бумагами просто не бывает.

Стоимость чистых активов — *это расчетная стоимость каждой акции взаимного фонда, представляющая чистую рыночную стоимость тех ценных бумаг, которые находятся в портфеле взаимного фонда.*

Как сделки купли, так и сделки продажи акций взаимного фонда ведутся по курсу, исчисляемому на основе текущей стоимости всех ценных бумаг, находящихся в портфеле фонда. Единицей отсчета служит так называемая **стоимость чистых активов фонда** *(net asset value, NAV)*; она рассчитывается не реже одного раза в день и является показателем расчетной стоимости акции взаимного фонда. Стоимость чистых активов на одну акцию рассчитывается как сумма рыночных курсов всех ценных бумаг из портфеля фонда за вычетом всех обязательств, деленная на число выпущенных фондом акций. Например, если в данный день рыночная стоимость всех ценных бумаг, которыми владеет взаимный фонд *XYZ*, составляет 10 млн. долл. и на данный день фонд *XYZ* выпустил 500 000 акций, то стоимость чистых активов фонда в расчете на одну акцию будет равна 20 долл. (10 000 000 долл./500 000 = 20 долл.). Как мы увидим дальше, эта цифра используется для расчета курсов, по которым продаются и покупаются акции фонда.

Инвестиционные компании закрытого типа

Инвестиционные компании закрытого типа — *это разновидность инвестиционных компаний, которые работают с фиксированным числом выпущенных акций.*

Хотя термином *взаимный фонд* должны обозначаться только инвестиционные компании открытого типа, на практике его постоянно применяют и по отношению к фондам закрытого типа. В принципе **инвестиционные компании закрытого типа** имеют фиксированное число выпущенных собственных акций и *не занимаются* регулярным выпуском новых акций. Поэтому у них такая же структура капитала, как и у всех прочих акционерных компаний, а отличие состоит в том, что предмет их деятельности — инвестиции в высоколиквидные ценные бумаги. На конец 1988 г. на фондовом рынке США обращались акции около 200 инвестиционных фондов закрытого типа, и эти ценные бумаги в совокупности стоили примерно 35 млрд. долл. Акции инвестиционных компаний закрытого типа активно продаются на вторичном рынке, как и все прочие обыкновенные акции. Бóльшая их часть обращается на Нью-Йоркской фондовой бирже, несколько — на Американской, некоторые продаются также на внебиржевом рынке. Как показано на рис. 13.4, паи инвестиционных компаний закрытого типа котируются наряду с другими обыкновенными акциями. В данном примере на Нью-Йоркской фондовой бирже котируются паи двух крупных инвестиционных компаний — "*ASA* лимитед" и "Адамс экспресс".

Курсы акций инвестиционных компаний закрытого типа зависят не только от стоимости их чистых активов, но и от общего соотношения спроса и предложения на рынке акций. Поэтому фактически акции таких компаний обычно продаются с дисконтом либо с премией к чистой стоимости активов в расчете на одну акцию. Например, если чистая стоимость активов в расчете на акцию составляет 10 долл., а акции компании продаются по 9 долл., то дисконт составляет 1 долл.; если же они продаются по 11 долл., то премия составляет 1 долл. Дисконт и премия по отношению к базовой цене иногда бывают довольно большими; иногда они доходят до 20—30% чистой стоимости активов и более. В табл. 13.2 показаны некоторые из весьма активно обращающихся на фондовом рынке акций компаний закрытого типа, а также размеры премий (+) и дисконта (–).

	52 Week Hi[1]	Lo[2]	Stock[3]	Sym[4]	Div	Yld[5] %	PE	Vol[6] 100s	Hi[7]	Lo[8]	Clouse[9]	Net Chg[10]
					-A-A-A-							
	31 1/2	21 3/4	AAR	AIR	.44	1.4	20	373	31	30 5/8	30 7/8	...
n	10 1/8	8 3/8	ACM OppFd	AOF	1.01	11.1	...	103	9 1/8	9	9 1/8	...
	11 7/8	10 1/4	ACM Gvt Fd	ACG	1.26a	11.5	...	427	11	10 7/8	11	...
n	10 1/8	8 1/2	ACM MgdIncFd	AMF	1.01	10.9	...	168	9 1/4	9	9 1/4	...
	11 1/2	10 1/8	ACM SecFd	GSF	1.26	11.7	...	991	10 7/8	10 3/4	10 3/4	...
x	10	8 3/8	ACM SpctmFd	SI	1.01	11.4	...	x679	9	8 7/8	8 7/8	...
	4 3/8	2 3/4	AMCA	AIL	.12e	2.9	28	3	4 1/8	4 1/8	4 1/8	...
	6 1/8	3 1/2	AM Int	AM		..	...	3228	5 7/8	5 3/4	5 3/4	...
	23 1/2	18 1/8	AM Int pt		2.00	8.9	...	225	22 1/2	22 1/2	22 1/2	...
	65 5/8	39	AMR	AMR		...	8	3903	64 1/4	63 1/4	64 1/4	+1 1/8
	27	25	ANR pf		2.67	10.4	...	230	25 5/8	25 5/8	25 5/8	– 3/8
	9 1/2	3 3/4	ARX	ARX		..	...	326	4 1/2	4 3/8	4 1/2	..
	47	35 1/4	ASA	ASA	3.00a	7.6	...	146	39 5/8	39 3/8	39 5/8	...
↑	22 1/8	14 3/4	AVX	AVX	.24	1.1	11	1182	22 3/8	21 1/2	22 1/4	+ 5/8
	60 7/8	43	AbbotLab	ABT	1.40	2.4	17	2273	58 7/8	57 3/4	58 3/4	+1
	19	15 3/8	Abitibi g	ABY	1.00	...	...	272	16 5/8	16 3/8	16 5/8	+ 1/4
	12	7 1/2	AcmeCleve	AMT	.40	3.9	...	20	10 1/4	10 1/8	10 1/4	...
	8	5 7/8	AcmeElec	ACE	.32	4.1	18	10	8	7 3/4	7 3/4	– 1/4
	34 5/8	20 1/4	Acuson	ACN		...	27	498	34 1/2	33 7/8	34 1/4	+ 3/8
	16 7/8	14 1/4	AdamsExp	ADX	1.82e	11.7	...	149	15 1/2	15 3/0	15 1/2	...
	16 7/8	7 1/8	AdvMicro	AMD		...	...	6203	9 1/2	9 1/4	9 1/2	+ 1/8
	43 1/2	28 3/4	AdvMicro pf		3.00	9.2	...	35	32 3/4	32 3/8	32 3/4	+ 3/8
	9 5/8	6 1/2	AdobeRes	ADB		...	...	813	9 1/2	9 1/2	9 1/2	...
	21 3/4	19 7/8	AdobeRes pf		2.40	11.6	...	1	20 5/8	20 5/8	20 5/8	– 1/8
	9 3/4	5 7/8	Advest	ADV	.12	1.7	17	107	7 3/8	7 1/4	7 1/4	...
	54 7/8	40 1/2	AetnaLife	AET	2.76	5.1	9	1316	53 3/4	53 1/4	53 3/4	+ 1/4
s↑	49	24	AffilPub	AFP	.22b	.5	...	2036	49 1/2	47 7/8	48 7/8	+ 5/8
	21	13 3/4	Ahmanson	AHM	.88	4.3	10	2342	20 7/8	20 1/2	20 5/8	...
	4 5/8	2 7/8	Aileen	AEE		...	19	20	3 3/8	3 1/4	3 3/8	+ 1/8
	53 3/8	37 3/4	AlrProduct	APD	1.20	2.8	11	2162	43 1/4	42 5/8	43 1/8	+ 1/4
	28 7/8	15 1/2	AirbornFrght	ABF	.60	2.2	25	65	27	26 3/4	26 3/4	...
	21 1/8	12 3/8	Airgas	ARG		...	13	304	20 3/4	20 1/4	20 1/4	– 1/4

РИС. 13.4. Котировки акций инвестиционных компаний закрытого типа

Котировки акций инвестиционных компаний закрытого типа приводятся вместе с котировками обыкновенных акций. За исключением того, что для них не рассчитывается и не дается показатель "кратное прибыли", или *P*/*E*, они ничем не отличаются от котировок обыкновенных акций. *(Источник: The Wall Street Journal.)*

Примечания научного редактора.

1 Самый высокий курс за предыдущие 52 недели.
2 Самый низкий курс за предыдущие 52 недели.
3 Эмитент акций.
4 Символ акций в биржевом листе котировок.
5 Доходы:
дивиденды на акцию;
текущая доходность (в %);
коэффициент "кратное прибыли" *(P/E)*.
6 Объем торгов (в тыс. долл.).
7 Самый высокий курс за биржевой день.
8 Самый низкий курс за биржевой день.
9 Курс на момент закрытия торгов.
10 Изменение курса за биржевой день.

Трастовый инвестиционный фонд — *это инвестиционный инструмент, образованный группой попечителей-спонсоров, которые собирают фиксированный по составу и не подлежащий управлению портфель ценных бумаг и затем продают доли участия в этом портфеле индивидуальным вкладчикам. Иногда их называют паевыми трастовыми инвестиционными фондами.*

Трастовые инвестиционные фонды

Трастовый инвестиционный фонд (или, как его иначе называют, **паевой трастовый инвестиционный фонд**) — это не что иное, как некий пул, или портфель ценных бумаг, который не предназначен для управления и доли в котором продаются отдельным вкладчикам. По существу, этот портфель просто хранится по поручению инвесторов на условиях, установленных в трастовом соглашении. Такие портфели обычно составляются из облигаций компаний, правительства и муниципалитетов, причем к числу наиболее популярных финансовых инструментов относятся не облагаемые налогом муниципальные облигации и ценные бумаги, обеспеченные пулом закладных. Ценные бумаги, находящиеся в портфеле, *не являются объектом торгов*, вследствие чего доходность и прибыль фонда — величины фиксированные и обычно легкопредсказуемые, по крайней мере на короткий срок. Паевые трастовые фонды — это как бы "двоюродные родственники" взаимных фондов, ценные бумаги которых все время находятся в движении. Здесь же менеджер только собирает портфель ценных бумаг. После того как ценные бумаги помещены под опеку, к ним ничего не добавляется и за редкими исключениями ничего не продается (кроме тех бумаг, срок которых заканчивается, и тех, которые погашаются (отзываются) досрочно эмитентами).

Брокерские компании, выполняющие функции спонсоров (управляющих компаниями) данных фондов, собирают диверсифицированные портфели ценных бумаг и продают доли этих портфелей инвесторам (причем одна такая *доля* аналогична акции взаимного фонда). Например, брокерская компания может собрать пул разнообразных корпоративных облигаций на сумму, скажем, в 10 млн. долл. Затем спонсор продает паи — доли участия в данном пуле — всем заинтересованным инвесторам по курсу 1000 долл. за пай (это обычный курс таких ценных бумаг). Компания-спонсор, как правило, ограничивается ведением учета по вкладам, а также обслуживает их, т.е. собирает купоны и распределяет доход между держателями паевого инвестиционного трастового фонда. На рис. 13.5 приведен образец объявления о вновь созданном паевом трастовом фонде муниципальных облигаций. Как и все подобные фонды, он будет действовать только до того момента, когда наступит срок погашения облигаций, находящихся в данном портфеле. Это нравится инвесторам, так как позволяет людям с ограниченными финансовыми возможностями покупать участие в диверсифицированном портфеле высокодоходных ценных бумаг и получать доход каждый месяц (а не раз в полгода). Но, как показывает материал, приведенный во вставке "Проницательному инвестору", у этих вложений есть и свои минусы.

Инвестиционные фонды, продающие акции "с нагрузкой" и "без нагрузки"

Вопрос о том, как тот или иной фонд продает собственные акции — "с нагрузкой" или "без нагрузки", интересует только тех инвесторов, которые обращаются к фондам открытого типа. (Вспомните о том, что акции фондов закрытого типа обращаются на биржах и внебиржевом рынке и в силу этого продаются с теми же комиссионными и издержками, что и все прочие обыкновенные акции.) Надбавка к стоимости акций фонда открытого типа — это комиссионное вознаграждение, которое уплачивается инвесто-

ТАБЛИЦА 13.2 Наиболее активно обращающиеся акции взаимных фондов закрытого типа

Fund Name (1)	Stock Exch. (2)	N.A. Value* (3)	Stock Price* (4)	% Premium (+) (5) or Discount (−)* (6)
	Diversified Common Stock Funds (7)			
Adams Express	NYSE	18,29	$15\frac{1}{2}$	−15,25
Baker Fentress	NYSE	28,40	$22\frac{5}{8}$	−20,33
Blue Ghip Value	NYSE	7,77	$6\frac{5}{8}$	−14,74
Clemente Global Gro	NYSE	9,52	$7\frac{5}{8}$	−19,91
Gemini II Capital	NYSE	18,73	$15\frac{3}{8}$	−17,91
Gemini II Income	NYSE	9,53	$12\frac{3}{4}$	+33,79
General Amer Invest	NYSE	20,21	$16\frac{3}{4}$	−17,12
Global Growth Capital	NYSE	9,35	$8\frac{1}{2}$	−9,09
Global Growth Income	NYSE	9,50	$9\frac{3}{4}$	+2,63
Growth Stock Outlook	NYSE	10,04	9	−10,36
Lehman Corp.	NYSE	15,82	$13\frac{1}{8}$	−17,04
Liberty All-Star Eqty	NYSE	9,41	$7\frac{3}{4}$	−17,64
Niagara Share Corp.	NYSE	16,68	$13\frac{7}{8}$	−16,82
Nicholas-Applegate	NYSE	10,66	9	−15,57
Quest For Value Cap	NYSE	15,22	$11\frac{1}{8}$	−26,91
Quest For Value Inco	NYSE	11,71	$11\frac{3}{4}$	+0,34
Royce Value Trust	NYSE	10,48	$9\frac{1}{2}$	−9,35
Schafer Value Trust	NYSE	10,87	$9\frac{1}{4}$	−14,90
Source Capital	NYSE	40,97	$38\frac{7}{8}$	−5,11
Tri-Continental Corp.	NYSE	27,29	$22\frac{3}{8}$	−18,01
Worldwide Value	NYSE	20,57	$17\frac{3}{8}$	−15,53
Zweig Fund	NYSE	11,24	11	−2,14
	Closed End Bond Funds (8)			
CIM High Yield Secs	AMEX	9,10	9	−1,10
Franklin Prin Mat Tr	NYSE	9,10	$9\frac{5}{8}$	+5,77
Franklin Universal Tr	NYSE	9,28	$9\frac{1}{4}$	−0,32
Municipal High Inco	NYSE	9,56	$9\frac{7}{8}$	+3,29
Zenith Income Fund	NYSE	8,61	$9\frac{3}{8}$	+8,89
	Specialized Equity and Convertible Funds (9)			
American Capital Conv	NYSE	23,38	$21\frac{5}{8}$	−7,51
ASA ltd	NYSE	49,51	$39\frac{5}{8}$	−19,97
Asia Pacific	NYSE	12,20	$10\frac{7}{8}$	−10,86
Bancroft Convertible	AMEX	21,47	$18\frac{3}{4}$	−12,67
Bergstrom Capital	AMEX	59,61	53	−11,09
BGR Precious Metals	TOR	11,42	$9\frac{5}{8}$	−15,72
Brazil	NYSE	22,90	$11\frac{3}{8}$	−50,33
CNV Holdings Capital	NYSE	9,94	5	−49,70
CNV Holdings Income	NYSE	9,53	$11\frac{1}{2}$	+20,67

Примечания научного редактора:

1. Название фонда.
2. Биржа.
3. Чистая стоимость активов на акцию (в долл.).
4. Курс акции (в долл.).
5–6. Премия (+) или дисконт (−) (в %).
7. Диверсифицированные фонды, работающие с обыкновенными акциями.
8. Фонды облигаций.
9. Специализированные фонды акций и обратимых облигаций.

ТАБЛИЦА 13.2 *(продолжение)*

Fund Name (1)	Stock Exch. (2)	N.A. Value* (3)	Stock Price* (4)	% Premium (+) (5) or Discount (–)* (6)
	Specialized Equity and Convertible Fund (9)			
Castle Convertible	AMEX	21,77	$18^3/_4$	–13,87
Central Securities	AMEX	12,90	$10^1/_8$	–21,51
Duff&Phelps Sel Utils	NYSE	8,03	$8^3/_8$	+4,30
Ellsw Conv Gr&Inc	AMEX	8,73	$7^3/_4$	–11,23
Engex	AMEX	12,44	$8^3/_8$	–32,68
Financ'l News Compos	NYSE	19,25	$18^3/_8$	–4,55
1stAustralia	AMEX	9,91	$7^7/_8$	–20,53
First Financial Fund	NYSE	10,34	$8^3/_4$	–15,38
France Fund	NYSE	11,40	$10^5/_8$	–6,80
Gabelli Equity Trust	NYSE	13,77	13	–5,59
Germany Fund	NYSE	8,28	$7^3/_8$	–10,93
H&Q Healthcare Inv	NYSE	9,42	$7^3/_4$	–17,73
Hampton Utils Tr Cap	AMEX	10,65	$8^7/_8$	–16,67
Hampton Utils Tr Pref	AMEX	49,01	$47^1/_4$	–3,59
Helvetia Fund	NYSE	10,04	9	–10,36
India Growth Fund	NYSE	13,00	$11^1/_8$	–14,42
Italy Fund	NYSE	9,80	$8^1/_8$	–17,09
Korea Fund	NYSE	17,66	$34^5/_8$	+96,06
Malaysia Fund	NYSE	10,84	9	–16,97
Mexico Fund	NYSE	10,23	$8^7/_8$	–13,25
Morgan Grenf SmCap	NYSE	10,41	$9^1/_4$	–11,14
Patriot Prem Div Fd	NYSE	9,30	10	+7,53
Petrol & Resources	NYSE	28,30	$24^1/_4$	–14,31
Pilgrim Regional	NYSE	10,45	9	–13,88
Rl Estate Sec Inco Fd	AMEX	8,73	$8^5/_8$	–1,20
Regional Fin Shrs Inv	NYSE	8,93	$7^1/_2$	–16,01
ROC Taiwan Fund	NYSE	14,74	$18^3/_8$	+24,66
Scudder New Asia	NYSE	12,73	10	–21,45
Spain Fund	NYSE	12,72	$12^3/_8$	–2,71
Taiwan Fund	NYSE	42,00	$40^3/_8$	–3,87
TCW Convertible Secs	NYSE	8,66	$7^3/_4$	–10,51
Templeton Em Mkts	AMEX	10,77	$10^5/_8$	–1,35
Templeton Value Fund	NYSE	10,00	9	–10,00
Thai Fund	NYSE	13,05	$15^1/_4$	+16,86
United Kingdom Fund	NYSE	12,18	10	–17,90
Z-Seven	OTC	14,44	$14^5/_8$	+1,28

* Чистая стоимость активов, курсы акций, премии и дисконты на 26 мая 1989 г.
Источник: The Wall Street Journal.

Фонд "с нагрузкой" — *это взаимный фонд, взимающий комиссионные при продаже своих акций, иногда его называют фондом с "пропуском на вход".*

Фонд "без нагрузки" — *это взаимный фонд, не взимающий комиссионных при продаже собственных акций.*

ром при покупке его акций в фонде. Обычно фондом "с нагрузкой" называют взаимный фонд, взимающий комиссионное вознаграждение в момент продажи своих акций (именуемое также *"пропуском на вход"*), в отличие от **фонда "без нагрузки"**, который не берет ничего. Комиссионные бывают значительными и доходят до 7—8,5% курса *покупки* акций взаимного фонда. Но большинство фондов предлагает скидку (дисконт) при покупке большого пакета (скидки обычно начинаются с разовой покупки 1000 акций). Несмотря на то что финансовые результаты фондов "с нагрузкой" могут быть практически такими же, как и у фондов "без нагрузки", последние дают инвесторам некоторую стартовую экономию, которая обычно приводит к более высоким показателям доходности акций в дальнейшем. К

Данное объявление ни при каких условиях не может считаться предложением к продаже или ходатайством о предложении к продаже настоящих ценных бумаг
Публикуется в порядке оповещения

Новый выпуск **26 апреля 1989 г.**

10 000 000 долл.

MiTF®

Трастовый инвестиционный фонд муниципальных облигаций

Серия сто сорок первая, застрахованная

Паевой трастовый инвестиционный фонд
Фиксированный портфель застрахованных обязательств с фиксированной процентной ставкой

Спонсоры:

"Меррилл Линч", "Пирс, Феннер энд Смит, инкорпорейтед"
"Ширсон Леман Хаттон, инк."
"Пруденшл-бэйч секьюритиз, инк."
"Пэйн Уэббер, инк."
"Дин Уиттер Рейнолдс, инк."

Андеррайтер:

"Бродкорт кэпитал корп."

РИС. 13.5. **Объявление трастового инвестиционного фонда муниципальных облигаций о публичном предложении нового пая**

Это выпуск трастового инвестиционного фонда на сумму 10 млн. долл., который будет обеспечен вложениями в застрахованные и освобожденные от налога муниципальные облигации. Он представляет собой 141-й выпуск в серии паев трастовых фондов муниципальных облигаций, организованных и управляемых брокерской компанией "Меррилл Линч" и другими брокерскими компаниями. (*Источник: The Wall Street Journal,* May 3, 1989.)

сожалению, настоящих фондов "без нагрузки" остается все меньше и меньше и они близки к исчезновению, так как все чаще превращаются в так называемые *фонды с формулой "12(b) — 1"*: они не взимают комиссионных *при покупке* их акций инвесторами (поэтому формально имеют право именоваться фондами "без нагрузки"), однако берут с клиентов *ежегодную* плату по формуле "12*(b)* — 1" для компенсации отсутствующих комиссионных (о формуле "12*(b)* — 1" мы подробно расскажем ниже).

К счастью, этих "игроков" можно отличить друг от друга по поведению. Система котировок, применяемая для акций взаимных фондов, строится по-разному в зависимости от наличия или отсутствия надбавки. А именно: курсы акций всех фондов открытого типа рассчитываются на базе оценок чистой стоимости активов, которые (как мы увидим на рис. 13.6) являются составной частью стандартных котировок акций взаимных фондов. В колонке "чистая стоимость активов" *(NAV)* записана та цена, по которой фонд выкупает свои акции (для инвестора это будет курс продажи акций). Дальше записан курс предложения, т.е. та цена, которую инвестор заплатит при покупке акций. Обратите внимание на то, что, например, у фонда "Кемпер гроус" курс предложения (9,70 долл.) выше чистой стоимости активов (8,88 долл.), эта разница (0,82 долл.) и составляет реальную надбавку. У фонда "Кемпер гроус" надбавка составляет $8^1/_2$% курса предложения. Но на самом деле эта надбавка была бы *выше*, если бы комиссионные были рассчитаны на более корректной основе, т.е. на базе чистой стоимости активов данного фонда. Если рассчитать их на базе чистой стоимости активов, то комиссионные данного фонда составят 9,3%. Издержки покупки акций взаимных фондов на самом деле *очень велики*, если сравнить их с тем, во что обходятся покупка и продажа обыкновенных акций, даже при том, что при *продаже* акций большинства фондов инвесторы обычно не должны ничего платить.

Фонд "с низкой нагрузкой" — *это взаимный фонд, взимающий небольшие комиссионные при покупке его акций инвестором (1—3%).*

"Пропуск на выход" — *это разовый комиссионный сбор, уплачиваемый держателем акций взаимного фонда при продаже акций фонду.*

Плата по формуле "12*(b)* — 1" — *это плата, взимаемая некоторыми взаимными фондами для покрытия управленческих и других текущих издержек. Она составляет $1^1/_4$% годовых от средней величины чистой стоимости активов.*

Максимальная надбавка составляет $8^1/_2$% курса покупки, но не все фонды взимают такую надбавку. Многие, как, например, "Фиделити селект-компьютерс", берут всего 1—3%. Такие фонды называются **фондами "с низкой нагрузкой"**. При покупке их акций уплачиваются комиссионные, и поэтому между курсом предложения и чистой стоимостью активов фонда есть разница, хотя и небольшая. Так, у фонда "Фиделити селект-компьютерс" она составляет всего 22 цента. Обратите внимание на то, как часто в колонке курсов предложения на рис. 13.6 встречаются буквы *NL*, например в котировках акций фонда "Файнэншл програм хай йелд". Эти буквы означают, что данный фонд не берет надбавку, т.е. его акции *продаются и покупаются* по одному и тому же курсу — 7,93 долл. за штуку, или по чистой стоимости активов.

Иногда фонды "без нагрузки" берут небольшую плату за **"пропуск на выход"**, которая представляет комиссионные, взимаемые за продажу акций фонду по ставке 1—2%. Кроме того, очень многие фонды (и их становится все больше) берут **плату по формуле "12*(b)* — 1"**, которая взимается ежегодно, пока инвестор остается владельцем акций фонда. Эта плата, которую заслуженно называют *скрытой надбавкой*, была разрешена в 1980 г. с первоначальной целью помочь фондам (в частности, фондам "без нагрузки") покрывать свои расходы на размещение акций и маркетинг. Плата по формуле "12*(b)* — 1" может доходить до $1^1/_4$% в год в расчете на активы, находящиеся под управлением фонда. Ее надо вносить полностью и независимо от

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Остерегайся коммивояжеров, приносящих паи трастовых инвестиционных фондов!

"Я купила несколько паев трастовых инвестиционных фондов, рассчитывая на то, что это ценные бумаги для бедняков, вдов и сирот и что я буду спокойно получать на них постоянный доход без всяких странностей и неожиданностей", — рассказывает Анита Лоув. Лоув, состоятельный инвестор из Лос-Анджелеса, искала ценные бумаги с минимальным риском, чтобы подстраховать свои достаточно крупные вложения в акции и облигации компаний. Брокер посоветовал ей купить несколько паев трастовых инвестиционных фондов, так как у этих фондов хорошо сбалансированные портфели и они регулярно раз в месяц выплачивают дивиденды своим клиентам.

Но Лоув ждало жестокое разочарование. Она рассчитывала получать твердый доход на паи одного из фондов, а именно на 11-ю серию высокодоходных паев трастового фонда муниципальных облигаций "Бир, Стирнс". Однако из-за того, что по четырем облигациям, находившимся в портфеле фонда, выплата процентов была прекращена, доходность инвестиций фонда, составлявшая два года назад 8,77%, упала до 7,4%. "Мне казалось, что я опытный, искушенный инвестор, — говорит она, — и я никогда не думала, что доходность может так резко упасть". На деле из портфеля облигаций на сумму 61 млн. долл., под которые и была выпущена 11-я серия, по 7%-м облигациям были приостановлены платежи наличными и еще 40% было досрочно погашено или продано. Аниту Лоув, поверившую рекомендациям брокера, нисколько не утешает предупреждение, которое было записано в проспекте эмиссии трастового фонда: инвесторы должны быть в состоянии "принимать на себя риски, связанные с выпуском спекулятивных муниципальных облигаций". Теперь ей хотелось бы продать эти паи. Но их чрезвычайно трудно продать на вторичном рынке. Курс покупки снизился с 9,61 долл. в марте 1987 г. до 7,85 долл. в середине февраля 1989 г., а курс предложения составляет 8,27 долл.

«Покупайте паи трастовых инвестиционных фондов! После "черного понедельника" они очень хорошо идут!» Действительно, по сведениям Института инвестиционных компаний, аналитического центра этой отрасли, в течение 1988 г. их было продано на 12,7 млрд. долл., что на 17% больше, чем в 1987 г. Бо́льшая часть средств этих фондов вложена в муниципальные облигации, но у иных есть и вложения в недвижимость, и облигации с нулевым купоном, и "бросовые" облигации, и акции компаний, ведущих поглощения, и опционы. Однако объем паев трастовых инвестиционных фондов, обращающихся на рынке, оценивается в 130 млн. долл. по сравнению с 810 млн. долл. акций взаимных фондов. Причем на этом все сравнения и заканчиваются. Так как для паев трастовых инвестиционных фондов нет институтов вторичного рынка, мелкие вкладчики должны самостоятельно защищать свои интересы, что крайне сложно. Не существует независимых аналитических центров, которые отслеживали бы судьбу отдельных выпусков паев трастовых инвестиционных фондов и поведение их спонсоров по примеру того, как это делают "Липпер аналитикал" и другие исследовательские группы взаимных фондов. Газеты не печатают сведений о колебаниях курсов спроса и предложения на эти паи. Не установлено правил, по которым можно было бы оценивать ту доходность, которая декларируется отдельными трастовыми инвестиционными фондами в рекламных целях. И хуже всего то, что, несмотря на многочисленные жалобы о мошенничествах при продаже и на конфликты между управляющими компаниями трастовых инвестиционных фондов, Комиссия по ценным бумагам и биржам до сих пор не провела и даже не планирует провести полную проверку деятельности этой отрасли.

А брокерские дома продолжают настаивать на том, что для инвесторов паи этих фондов почти так же хороши, как и счета в швейцарских банках. Но несмотря на то что многие трастовые инвестиционные фонды в принципе дают все, что обещают, — безопасность, диверсификацию и стабильный ежемесячный доход, профессионалы не хотят

работать с ними. Вот что говорит Фредерик Стовер, президент фирмы "Стовер гласс", торгующей и муниципальными облигациями, и паями трастовых инвестиционных фондов: "Я работаю в этой области уже 25 лет и ни разу не видел, чтобы кто-нибудь из торговцев облигациями или брокеров вложил собственные деньги в паи такого фонда".

Стивен Энрайт, руководитель отдела финансового планирования компании "Зейдман файнэншл сервисез", говорит: "Я никому не советую их покупать. Если у вас есть 50 000 долл. или больше, лучше сами покупайте облигации. А если у вас меньше 50 000 долл., то купите паи взаимного фонда облигаций". Еще резче отзывается о них Мэрилин Коэн, президент "Кэпитал инсайт брокередж" (Беверли Хиллз): "Их всячески проталкивает Уолл-стрит. Но мне не нравятся трастовые фонды, и я сама никогда не буду ни продавать, ни покупать их паи". Интерес дельцов Уолл-стрита легко объясним: от продаж этих паев можно получить комиссионные от 4 до 5%; разве можно сравнить паи с акциями взаимных фондов "без нагрузки", которые продаются вообще без комиссионных, а за управление ими берется от 0,8 до 1,2% в год.

С теоретической точки зрения в принципах работы трастового инвестиционного фонда нет ничего плохого. Брокерская компания составляет диверсифицированный портфель, в который включаются главным образом облигации, и продает инвесторам доли этого портфеля — паи размером в 1000 долл. каждый. Инвесторы покупают эти паи, рассчитывая на постоянный доход из месяца в месяц и на то, что по окончании срока управления облигациями, через 20—30 лет, они получат сумму первоначального вложения. После того как портфель набран, им не управляют, иначе говоря, его состав почти не меняется. На этом паевые фонды и делают себе рекламу, так как считается, что инвесторам выгодно, чтобы облигации находились в портфеле до срока погашения и не были подвержены риску краткосрочных сделок купли-продажи.

Но современные финансовые рынки так коварны и непредсказуемы, что составление "неуправляемого" портфеля чем-то похоже на объявление войны без генерала, который должен командовать войском. В отличие от взаимных фондов в трастовых фондах нет менеджеров, которые занимаются активным управлением портфелем и готовы сбросить те или иные акции или облигации при первых признаках серьезных неприятностей. А что еще хуже, фирмы настолько жестко конкурируют друг с другом, обещая высокую доходность вложений, что иные пытаются составлять свои портфели из очень мелких пакетов в расчете на более высокие прибыли в краткосрочном плане. "Если вы присмотритесь к тому, как складывались портфели этих фондов, то увидите, что через них проходят все ненадежные облигации — нью-йоркские, кливлендские, облигации домов для престарелых, больниц и т.д.", — предупреждает бывший брокер Мэри Кэлхоун. Но спонсоры трастовых фондов все-таки имеют право продать облигации, у которых есть проблемы с погашением или выплатой процентов...

"...Очень многие покупают паи трастовых инвестиционных фондов, веря в то, что их портфели подбираются профессионалами, — говорит Ричард Леман, президент ассоциации инвесторов в облигации. — Но этим фондам присущ постоянный конфликт интересов, о чем большинство инвесторов не догадываются. Фирмы, которые размещают эти облигации, одновременно занимаются составлением портфелей и рекламой трастовых инвестиционных фондов..."

В самом деле, как только прекращается выплата процентов по какой-то одной облигации, доходность паев падает, а их курс на вторичном рынке снижается. Анита Лоув поняла это на своем горьком опыте. Паевые трастовые фонды работают с самыми рискованными активами, такими, как опционы "пут", недвижимость, "бросовые" облигации и т.д., поэтому и сами фонды — очень рискованные финансовые учреждения. "Люди не понимают, что, несмотря на уверения брокеров, трастовые инвестиционные фонды не могут быть стабильнее, чем те активы, в которые вложены их средства, или чем их страховка, если она у них вообще есть", — подчеркивает Майкл Шварц, менеджер по личным финансовым услугам в компании "Купер и Лайбранд".

Есть еще один риск, о котором часто забывают держатели паев: облигации могут быть погашены досрочно. "Каждый раз, когда облигации продаются с досрочным погашением, полным или частичным, доходность инвестиций падает", — подчеркивает Ко-

эн. Вспомним историю с 11-й серией высокодоходных паев трастового фонда муниципальных облигаций "Бир, Стирнс". Анита Лоув и ее товарищи по несчастью получили только 6,8% вместо предполагавшихся 8,77%, если исключить 51 долл. основной суммы долга по облигации, которая была погашена или продана ранее. А текущая доходность паев 2-й серии фонда "Адвестс Нью-Джерси траст" (не облагаемые налогом паи, разрешенные к продаже во многих штатах) снизилась за четыре года с 9,72 до 9,13%, потому что часть облигаций была погашена досрочно и даже без учета того, что по каким-то облигациям в портфеле фонда перестали выплачиваться проценты. "Брокеры заранее обещают клиентам фиксированные доходы, но на самом деле их нельзя зафиксировать без того, чтобы портфель не включал отзывные облигации. А это требование соблюдается немногими брокерами", — говорит Коэн. Она советует инвесторам искать спонсоров (управляющих), которые рассчитывают более реалистичную в этой ситуации доходность к моменту отзыва облигаций, а не доходность к погашению по облигациям, которые на самом деле являются отзывными.

Конечно, спонсоры трастовых фондов бывают разными: одни защищают доходность фонда лучше, другие хуже, но, к сожалению, инвесторам не под силу следить за их действиями. "Все жалуются на отсутствие стандартов в деле рекламы и маркетинга, — говорит Томас Харман, главный консультант отдела управления инвестициями в Комиссии по ценным бумагам и биржам. — Сейчас все рекламируют свои продукты на основе показателей текущей доходности, а не на базе доходности к погашению облигаций или каких-то других, более содержательных данных". Комиссия по ценным бумагам и биржам заявляет, что она собирается пересмотреть правила рекламы для трастовых инвестиционных фондов, но до сих пор этот пересмотр еще не сделан. К сожалению, нет никакой независимой организации, которая следила бы за колебаниями доходности их активов. "Почему-то никто не следит за облигациями, по которым приостановлены платежи, и не ведет соответствующих записей", — говорит Мэтью Финк, первый вице-президент и главный советник Института инвестиционных компаний. "По газетным публикациям нельзя даже наблюдать за спредом — разницей между курсами спроса и предложения", — вторит ему Мэри Кэлхоун. Все это означает, что у инвестора нет никакой возможности проверить поведение спонсоров и он может только полагаться на рекомендации брокеров или сам следить за действиями отдельных спонсоров.

Однако если инвестор имеет данные только о текущей доходности, то ошибки в оценках почти неизбежны. Кроме того, существует проблема эмиссионных проспектов трастовых инвестиционных фондов. Всем известно, что эти проспекты написаны в основном на юридическом жаргоне и содержат предупреждение инвесторам о том, что курсы облигаций могут колебаться, а сроки погашения могут не соблюдаться. Но инвесторы получают проспекты на руки только через 10 дней *после* того, как вложат свои деньги, из-за чего многие просто не обращают никакого внимания на этот документ. Томас Харман признается, что для него это не имеет значения. Он говорит: «Я слышал, что многие спонсоры разрешают инвесторам сразу же "уйти с рынка", если их не удовлетворяет полученный проспект». Это неудивительно, поскольку работа трастовых инвестиционных фондов построена таким образом, что окончательные решения остаются за спонсорами.

Источник: Jill Andresky, "Satanic Purses", *Financial World*, March 21, 1989, pp. 52—54.

конъюнктуры рынка. Зачастую это оказывается слишком дорого. Например, у вас есть акции фонда на сумму 10 000 долл., а данный фонд берет каждый год плату по формуле "12(*b*) — 1", равную $1^1/_4$% стоимости ваших активов. Это составит 125 долл. в год. Цифры, приведенные ниже, дают пред-

ставление о том, какие надбавки и платежи существовали в 1988 г. у взаимных фондов:

НАДБАВКА ИЛИ КОМИССИОННЫЕ	В % К ОБЩЕМУ ЧИСЛУ ФОНДОВ
Без всякой надбавки	30,2
Только "пропуск на вход"	30,0
"Пропуск на вход" плюс "12(*b*) — 1"	19,3
"12(*b*) — 1" плюс "пропуск на выход"	9,5
Только "12(*b*) — 1"	7,4
Другие сочетания надбавок и платежей	3,6
Итого	100

Следует отметить, что только 30% фондов не берут никакой надбавки, а все остальные берут ту или иную плату, причем чаще всего по формуле "12(*b*) — 1".

Прочие комиссионные и издержки

Независимо от того, какую форму имеет фонд ("с нагрузкой" или "без нагрузки", открытый или закрытый), владелец его паев оплачивает еще один вид издержек, которые называются *плата за управление*, т.е. оплата труда профессиональных менеджеров, управляющих портфелем фонда. Ставка оплаты колеблется от 0,50 до 2,50% средней стоимости активов, находящихся в управлении. (За уровнем этих расходов необходимо следить, так как если они завышены, то это скажется на доходности вложения.) В отличие от "нагрузки", которая уплачивается единовременно, плата за управление (а также плата по формуле "12(*b*) — 1", если она устанавливается) берется *ежегодно* и уплачивается *независимо от доходности портфеля*. Кроме того, существуют также административные издержки управления фондом, но они обычно совсем небольшие — не выше нормального уровня издержек в этом виде деятельности (например, сам фонд платит комиссионные брокерам при покупке и продаже ценных бумаг).

И наконец, в состав издержек инвестора входят налоги на сделки с ценными бумагами. Во избежание двойного обложения почти все фонды работают на правах *регулируемых инвестиционных компаний*. Это означает, что все (или почти все) дивиденды и доходы в виде полученных процентов выплачиваются инвесторам, равно как и курсовая прибыль, реализуемая при продаже ценных бумаг. Поэтому взаимный фонд не платит налогов, но налоговые обязательства перекладываются на его вкладчиков. Причем это не зависит от того, реинвестируется ли прибыль (в форме выпуска новых акций фонда) или выплачивается наличными. Взаимные фонды ежегодно рассылают всем своим вкладчикам краткие, но четко изложенные отчеты, в которых приводятся данные о размерах выплаченных дивидендов и полученной курсовой прибыли, а также о том, какой облагаемый доход получили вкладчики (и сколько они должны показать в своих налоговых декларациях).

Как следить за комиссионными и надбавками

Те, кто критически относится к взаимным фондам как таковым, больше всего ставят им в упрек всевозможные комиссионные и надбавки. Действи-

MUTUAL FUNDS

	Fund	NAV	Offer Price	NAV Chg.	
	Fidelity Selects:				
	SlAir r	10.16	10.37+	.04	
	SlAGl r	15.34	15.65−	.04	
	SlAut r	12.05	12.30+	.05	
	SlBio r	10.55	10.77+	.06	
	SlBrd r	14.16	14.45+	.10	
	SlBrk r	8.07	8.23+	.07	
	SlCap r	10.33	10.54+	.10	
	SlChe r	22.85	23.32+	.12	
(6) Fidelity Select-Computers →	[redacted] r	10.90	11.12+	[redacted]	← A low load fund with a redemption fee (r) (1)
	SlDef r	11.57	11.81+	.02	
	SlElec r	6.84	6.98+	.07	
	SlEng r	13.20	13.47+	.03	
	SlEnS r	7.94	8.10−	.01	
	SlFns r	27.36	27.92+	.12	
	FiduCap	15.30	NL+	.08	
	Financial Prog:				
	Dynam	6.70	NL−	.01	
	FSB Gv	6.97	NL−	.01	
	FSP Eg	9.81	NL−	.05	
	FSP Eu	9.36	NL+	.03	
	FSP Fn	7.67	NL+	.03	
	FSP U	8.63	NL+	.01	
	FinTx	14.64	NL	.....	
	Gold	5.29	NL−	.01	
	HlSci	14.91	NL+	.01	
(7) Financial Prog. High Yield Fund →	HiYld	7.93	NL	.....	← A true no-load fund (2)
	Indust	3.68	NL+	.02	
	Incom	8.17	NL+	.02	
	Leisr	12.50	NL+	.04	
	Pacif	13.47	NL−	.02	
	Select	6.45	NL	.....	
	Tech	10.58	NL+	.04	
	FstEag r	11.77	11.77+	.01	
	Flex Funds:				
	Bond p	18.24	18.24	.....	
(8) Flex Fund-Growth →	[redacted] p	9.79	[redacted]		← A no-load fund that charges a 12(b)-1 fee (p) (3)
	IncGr p	18.78	NL+	.02	
	Muirf p	5.15	NL	.....	
	RetGr p	9.84	NL	.....	
	Fortress Invst:				
	GlSl r	9.15	9.24−	.02	
(9) Fortress Investment's High Quality Fund →	[redacted]	[redacted]2.48	12.61+	.02	← A fund with a little of everything: a front load, back load, and 12(b)-1 fee (t) (4)
	HY Mu t	10.10	10.20+	.01	
	TP US r	9.95	10.05−	.04	
	44 WlEq	4.51	4.56+	.04	
	44Wall r	2.47	2.47+	.02	
	Founders Group:				
	BlueC p	6.52	NL+	.02	
	Frntr p	14.14	NL+	.15	
	Gwth p	7.87	NL+	.04	
	Inco p	7.06	NL	.....	
	Kemper Funds:				
	BluCh p	9.35	9.79+	.06	
	DivInc	7.99	8.73+	.01	
	EnhG p	8.53	8.93+	.01	
	CalTx	7.28	7.62	.....	
	Gold p	7.27	7.61+	.02	
Kemper Growth Fund →	Grow	8.88	9.70+	.07	← A full load fund (5)
	Hi Yld	10.62	11.12+	.01	
	Incom	8.34	8.73+	.01	
	IntlFd	9.34	10.21+	.05	
	Mun B	9.73	10.19	.....	
	NYTF	10.16	10.64−	.01	
	Summ	4.21	4.60+	.03	
	Tech	9.80	10.71+	.10	
	Tot Rt	8.00	8.74+	.04	
	US Gv	8.87	9.29+	.01	
	KyTxFr	6.71	6.71	.....	

Примечания научного редактора:

1. Фонд "с низкой нагрузкой" и платой за выкуп акций *(r)*
2. Фонд "без нагрузки".
3. Фонд "без нагрузки", но взимающий плату по формуле "12*(b)* — 1".
4. Фонд, у которого всего понемногу:
   "пропуск на вход", "пропуск на выход" и плата по формуле "12*(b)* — 1"
5. Фонд "с полной нагрузкой".

Комментарий:

В данной типичной котировке представленные показатели сгруппированы по семействам фондов, имена которых показаны как субзаголовки (например, 6). В рамках семейств выделены направления специализации входящих в них взаимных фондов, отдельные примеры которых можно проиллюстрировать теми из них, что заштрихованы в авторском тексте: 7 — фонд семейства "Файненшл прог.", сориентированный на высокодоходные ценные бумаги; 8 — фонд семейства "Флекс фанд", относящийся к фондам роста; 9 — фонд семейства "Фортресс инвестмент", работающий с высоконадежными ценными бумагами.

тельно, можно с уверенностью сказать, что все эти надбавки реально преследуют только одну цель — сбить инвестора с толку. Дело в том, что раньше многие фонды манипулировали надбавками, всячески стараясь выглядеть не тем, чем они были на самом деле. Правда, все фонды следовали букве закона и отражали в отчетах все расходы и комиссионные. Но, к сожалению, они могли на законных основаниях ловко прятать большинство своих наценок и надбавок, кроме самых заметных. Однако все это начинает меняться, так как приняты меры для того, чтобы все надбавки и комиссионные, взимаемые фондами, были очевидны.

Прежде всего финансовая пресса начала давать о них более подробную информацию. Достаточно заглянуть в "Уолл-стрит джорнэл" или любую другую крупную газету, чтобы найти там ***котировки акций взаимных фондов.*** Посмотрите, как эти котировки выглядят на рис. 13.6, — они отмечены буквами *r*, *p*, *t*. Если за названием фонда следует буква *r*, это значит, что фонд берет ту или иную ***плату за выкуп (redemption)***, или ***за выход***, в том случае, если вы захотите продать свои акции. Так, например, делает фонд "Фиделити селект-компьютерс". Если стоит буква ***p (payment)***, это означает, что фонд берет плату по формуле "12*(b)* — 1", если вы захотите вложить деньги, например, в акции "Флекс фанд-гроус". Наконец, буква ***t (total)*** обозначает те фонды, которые берут как плату за выкуп, так и плату по формуле "12*(b)* — — 1". Эта буква стоит напротив названия высокодоходных акций фонда "Фортресс инвестмент". На самом же деле, если вы внимательнее присмотритесь к котировкам, то увидите, что за высокодоходные акции "Фортресс инвестмент" берутся не только плата за выкуп и плата по формуле "12*(b)* —

РИС. 13.6. **Котировки акций взаимных фондов с обозначением "нагрузки" или ее отсутствия**

Акции открытых взаимных фондов приводятся в листе котировок отдельно от прочих ценных бумаг, и для них существует своя система котировок. Во-первых, эти бумаги котируются в долларах и центах (а большинство ценных бумаг котируются в долларах с восьмыми и тридцать вторыми долями), и, во-вторых, в запись котировки включается вид надбавки, если она есть. (*Источник: The Wall Street Journal.*)

— 1", но и "пропуск на вход", что видно из разницы между стоимостью чистых активов в расчете на акцию и курсом предложения. Главное — не удивляйтесь тому, что некоторые фонды "с нагрузкой" берут как плату за выкуп, так и плату по формуле "12*(b)* — 1". Это могут делать и фонды "без нагрузки". Конечно, по котировкам вы сможете узнать только о *видах* наценок и надбавок, но не об их размерах. Чтобы узнать, сколько придется платить, необходимо обращаться непосредственно в фонд.

Все взаимные фонды открытого типа обязаны предоставлять стандартную, легкочитаемую отчетность обо всех своих расходах. В проспекте каждого фонда на первой странице должна быть приведена достаточно подробная *таблица расходов и комиссионных* (рис. 13.7). Как видно из рисунка, эта таблица состоит из трех частей. В первой отражены все *трансакционные издержки вкладчика.* Иначе говоря, она показывает, во что обойдутся покупка и продажа акций взаимного фонда. Во второй части отражен *весь объем текущих годовых издержек* фонда. Чтобы показать эти расходы в процентном отношении к средней стоимости чистых активов, фонд должен выделить из их суммы плату за управление, неуловимую плату по формуле "12*(b)* — 1", а также все прочие издержки. В третьей части дана *с разбивкой по годам сумма всех затрат* — на покупку, продажу и владение активами фонда. В этой части приведены как трансакционные, так и текущие операционные издержки и показано, какую сумму они могут составить гипотетически за год, три года, пять и десять лет. Чтобы обеспечить сопоставимость данных, при подсчете примерных издержек фонды должны следовать некоторым жестким правилам.

Если вы собираетесь когда-нибудь вложить деньги в акции взаимного фонда, то отнеситесь к таблице тарифов комиссионных с полным вниманием. Ищите при прочих равных условиях акции с низким уровнем начальных затрат, а также с невысоким уровнем издержек с течением времени. Как правило, чем дольше вы согласны держать акции фонда, тем больше вас будет устраивать более высокая наценка при более низкой годовой плате за управление и по формуле "12*(b)* — 1". Это поможет снизить общий уровень издержек за то время, пока акции фонда находятся у вас на руках. Принимая окончательное решение, имейте в виду, что оно должно определяться не только издержками. Другая важнейшая переменная — это *доходность.* В одни периоды высокие издержки могут быть оправданны, а в другие — нет. Когда речь идет об издержках, следуйте таким правилам:

- Лучше выбирайте *более дорогой* фонд, если доходность его акций в последнее время достаточно высока (и фонд имеет достаточный потенциал), чем менее дорогой. Это все равно что выбирать между дорогой, но доходной бумагой и дешевым "барахлом"!
- Если данные о доходности и потенциальной прибыли примерно одинаковы, то выбирайте акции *менее дорогого* фонда. В этом случае вы существенно сэкономите на затратах по отношению к одной и той же доходности.

Покупка и продажа акций фондов

Покупка и продажа акций инвестиционных компаний *закрытого типа* ничем не отличаются от покупки и продажи обыкновенных акций. Сделки совершаются на фондовых биржах или на внебиржевом рынке через брокеров

Затраты и инвестиционные издержки фонда

Эта информация публикуется в помощь вкладчикам для понимания структур ежегодных затрат и трансакционных издержек, которые необходимо нести при инвестировании в настоящий фонд.

А. Трансакционные издержки держателя акции

Комиссионный сбор ("нагрузка") при покупке	2%
Комиссионный сбор ("нагрузка") при реинвестировании дивидендов	Отсутствует
Плата за выкуп акций	Отсутствует
Плата за обмен (конверсию)	Отсутствует

Б. Ежегодные операционные затраты фонда

(в % к среднегодовой чистой стоимости активов)

Плата за управление	0,40%
Плата по формуле "12(*b*) – 1"	Отсутствует
Прочие расходы (оценка)	0,32%

В. Примеры суммы затрат, которые предстоит покрывать акционеру, за ряд лет:

На вложенную 1000 долл. вы заплатите следующие суммы при условиях, что годовая доходность акций составит 5% и что ваше вложение будет полностью выкуплено по окончании каждого указанного периода:

1 год	3 года	5 лет	10 лет
27 долл.	43 долл.	59 долл.	108 долл.

РИС. 13.7. **Таблица состава затрат фонда**

В настоящее время Комиссия по ценным бумагам и биржам требует, чтобы взаимные фонды публиковали полную информацию о комиссионных, плате за выкуп акций фонда и годовых операционных затратах в форме таблиц, подобных приведенной выше. Таблица должна помещаться на видном месте в самом начале проспекта, а не в конце.

Источник: Проспект крупного взаимного фонда. Цифры, приведенные в таблице, отражают действительные затраты реального фонда.

Проспект — *это документ, с той или иной степенью детализации показывающий финансовую ситуацию и состояние управления компанией, акции которой выпускаются для публичного размещения.*

и дилеров, которые исполняют распоряжения клиентов обычным порядком. Издержки совершения сделок тоже обычные, а поскольку акции подобных фондов обращаются на таких же условиях, как и другие акции, зарегистрированные на биржах или котирующиеся на внебиржевом рынке, то они годятся для сделок с первоначальным взносом (маржей) и продаж "без покрытия". Но с акциями фондов *открытого типа* дело обстоит совершенно иначе. Такие акции можно покупать несколькими способами в зависимости от того, берет данный фонд надбавку или нет. Но для начала следует указать, что независимо от того, берет ли фонд надбавку, он обязан предоставить свой последний по времени **проспект**, в котором приводится описание его финансовой ситуации и текущих операций. Здесь следует предупредить вас об осторожности, так как в настоящее время многие фонды просто *не дают* о себе столь же подробной информации, как и раньше. Многие проспекты — это не более чем плохо прикрытая реклама. Поэтому большинство специалистов советуют читать "Бюллетень дополнительной ин-

формации" фонда. Эта публикация принесет вам намного больше пользы, чем обычный проспект.

Если речь идет об акциях фондов "с нагрузкой", то инвесторы покупают их у брокеров или через агентов по продаже, работающих по найму для взаимных фондов. Большинство брокерских фирм уполномочены продавать акции различных фондов, работающих "с нагрузкой". Это самый простой и легкий способ покупки акций, и им могут пользоваться все инвесторы, открывшие счета в брокерских фирмах. Но иногда акции могут и не продаваться через брокерские дома. В таком случае инвестору приходится обращаться непосредственно к агентам по продаже, работающим по поручению фонда, которых фонд нанимает с единственной целью — для продажи своих акций.

Если же вас интересуют акции фонда, работающего "без нагрузки", то вам придется делать все самому. Чтобы получить нужную информацию, придется написать письмо или позвонить прямо в фонд. Тогда вы получите от фонда бланк заказа и инструкции, как покупать его паи, и вам не придется иметь дело с агентами. Для заключения сделки нужно будет просто послать чек вместе с заполненным бланком заказа по почте в фонд или тому агенту, которого он укажет.

Продажей акций фонда вы тоже должны заниматься сами независимо от того, есть у фонда надбавка или нет. Поскольку при продаже акций обычно не берутся комиссионные, то не следует рассчитывать на помощь брокеров и агентов по продаже. Вполне вероятно, что вам придется продавать свои акции при помощи почтового уведомления, посылаемого прямо в фонд. На это может уйти довольно много времени и даже понадобиться подтверждение вашей подписи. Но так или иначе, вы обращаетесь прямо в фонд, а он выкупает свои акции и посылает по почте чек. Возможна и другая процедура, если фонд дает клиенту право выписывать чеки по своему вкладу (такое право есть у большинства фондов, вкладывающих деньги в депозитные сертификаты денежного рынка, а также у некоторых фондов, работающих с акциями и облигациями). Если такое право есть, то вы можете продать свои паи, просто выписав чек на фонд на соответствующую сумму, чтобы снять все деньги с вашего счета. Это так же просто, как выписка чека по счету в банке, и, конечно, намного быстрее и проще, чем прямое уведомление фонда. Как мы уже говорили, фонд может давать "право на конверсию"; в этом случае вам достаточно распорядиться по телефону, чтобы деньги были *переведены* из одного фонда в другой. Конечно, такой *телефонный перевод* имеет и свои минусы, но все же эта услуга намного *облегчает* процесс продажи акций.

ВИДЫ ФОНДОВ И УСЛУГ

Одни фонды специализируются на акциях, другие — на облигациях; одни ставят целью своих вложений получение наибольшей курсовой прибыли, другие рассчитывают на высокий доход. Поэтому некоторые фонды привлекают людей, склонных к спекуляции, а другие вызывают интерес главным образом у инвесторов, предпочитающих устойчивый доход. У каждого фонда есть конкретная инвестиционная цель: обычно это прирост стоимости активов (или курсовая прибыль), текущий доход, необлагаемый доход, сохранность капитала или же какое-либо сочетание этих целей. Согласно тре-

ТАБЛИЦА 13.3 Некоторые показатели взаимных фондов

	Максимальная надбавка[a] (в %)	Коэффициент затрат[a]	Доходность за 5 лет (1984—1988 гг.)[б] (в %)
I. ФОНДЫ РОСТА			
Fidelity Magellan	3,00	1,14	17,5
Linder Fund	0... r	0,89	15,0
Loomis-Sayles Cap. Dev.	0	0,92	14,8
Merrill Lynch Phoenix A	6,50	1,16	17,6
Nicholas Fund	0	0,86	13,3
Phoenix Growth Series	8,50	0,76	15,6
II. ФОНДЫ "АГРЕССИВНОГО РОСТА"			
Dreyfus Leverage Fund	8,50	1,23	13,9
Omega Fund	5,50... +... r	1,74	12,8
Oppenheimer Time Fund	8,50	0,97	12,2
Phoenix Stock Fund	8,50	0,76	13,2
Putnam Voyager	8,50	1,20	14,0
Quasar Associates	5,50... +	1,33	12,8
III. ФОНДЫ АКЦИЙ			
Decatur Fund I	8,50	0,69	16,0
Fidelity Equity-Income	2,00	0,66	14,3
Financial Industrial Income	0	0,78	14,7
Lindner Dividend	0... r	1,04	14,2
SAFECO Income	0	0,94	14,2
Stratton Monthly Dividend	0	1.21	13,0
IV. "СБАЛАНСИРОВАННЫЕ" ФОНДЫ			
Fidelity Puritan	2,00	0,80	14,9
Franklin Income	4,00	0,60	12,6
Income Fund of Amer.	5,75... +	0,53	14,3
Mass. Financial Total Return	7,25	0,63	14,2
Wellesley Income	0	0,49	14,4
Wellington Fund	0	0,43	14,9
V. ФОНДЫ ТИПА "РОСТ И ДОХОД"			
American Leaders	4,50... +	1,00	14,7
Evergreen Total Return	0	1,01	13,6
Investment Co. of America	5,75... +	0,41	15,7
Merrill Lynch Capital A	6,50	0,60	15,5
Mutual Qualified	0	0,71	18,8
Strong Total Return	1,00	1,10	15,3

ТАБЛИЦА 13.3 *(продолжение)*

	Максимальная надбавка[а] (в %)	Коэффициент затрат[а]	Доходность за 5 лет (1984—1988 гг.)[б] (в %)
VI. ФОНДЫ ОБЛИГАЦИЙ			
Kemper U.S. Gov. Secs.	4,50	0,51	11,8
Vanguard Fxd. Inc.— GNMAs	0	0,35	11,3
Kemper Inc. & Capt. Preserv'n	4,50	0,69	12,3
Pioneer Bond Fund	4,50	0,90	10,5
SAFECO Muni Bonds	0	0,61	12,8
SteinRoe Managed Munies	0	0,65	13,6
VII. ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА			
• **Работающие со всеми видами ценных бумаг:**			
Kemper Money Mkt Fund	0	0,52	7,9
Transamerica Cash Reserves	0	0,49	7,8
Vanguard MM Reserves—Prime	0	0,37	7,9
• **Работающие только с государственными ценными бумагами:**			
Cardinal Gov. Secs. Trust	0... +	0,71	7,6
Fidelity U.S. Gov. Reserves	0... +	0,79	7,4
Pru-Bache Govt. Secs.—MM	0... +	0,63	7,6
• **Работающие с ценными бумагами, защищающими от налогов:**			
Calvert Tax-free Reserves	0	0,62	5,2
Dreyfus Tax-exempt Mon. Mkt	0	0,57	4,8
T. Rowe Price Tax-exempt M.F.	0	0,60	5,0
VIII. ФОНДЫ "С ПРИМАНКОЙ" (КРОМЕ "ОТРАСЛЕВЫХ" И "МЕЖДУНАРОДНЫХ")			
Calvert Social Invsmts—Mgd. Gr.	4,50... +	1,36	13,2
GIT Special Growth	0	1,50	15,2
Oppenheimer Gold & Spec. Minerals	8,50	1,22	12,1
Pru-Bache Option Growth	0... +... r	1,69	12,1
Putnam OTC Emerging Growth	6,75... +	1,49	15,1
Vanguard Index—S&P 500	0	0,26	14,9
IX. "ОТРАСЛЕВЫЕ" ФОНДЫ			
Century Shares Trust	0	0,81	14,1
Criterion Technology	4,75... +	2,50	23,3 (3 yrs)
Fidelity Select-Retailing	2,00... r	2,47	13,6 (3 yrs)
Freedom Regional Banks	0... +... r	2,24	15,9 (3 yrs)
Pru-Bache Utility Fund	0... +... r	1,63	22,4
Vanguard Spec'd—Health Care	0... r	0,51	22,6 (4 yrs)

ТАБЛИЦА 13.3 *(продолжение)*

	Максимальная надбавка[а] (в %)	Коэффициент затрат[а]	Доходность за 5 лет (1984—1988 гг.)[б] (в %)
X. "МЕЖДУНАРОДНЫЕ" ФОНДЫ			
Fidelity Overseas	3,00	1,61	40,3 (4 yrs)
Merrill Lynch Pacific	6,50	0,94	30,9
G.T. Japan Growth Fund	4,75... +	1,70	44,1 (3 yrs)
Paine Webber Atlas	8,50	1,24	22,7
Scudder International	0	1,21	21,7
Templeton World Fund	8,50	0,67	14,9

[а] Ставки комиссионных и коэффициент затрат даны на 31.12.88 г., а буква *r* возле ставки комиссионных обозначает, что фонд взимает плату за выкуп своих акций в дополнение к "пропуску на вход" или вместо него. Значок "+" указывает на то, что фонд берет плату по формуле "12*(b)* — — 1".

[б] Данные о доходности за пять лет рассчитаны с учетом сложных процентов и полного реинвестирования дивидендов и распределяемого прироста капитала. Это среднегодовые цифры за период между январем 1984 г. и декабрем 1988 г., за исключением "отраслевых" и "международных" фондов.

Источник: Business Week Mutual Fund Scoreboard computer disks; and Donoghue's Mutual Funds Almanac.

бованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам фонды обязаны декларировать свои цели и каждый из них обязан делать все возможное для того, чтобы его политика реализовалась и цели были достигнуты. В этой отрасли финансовых услуг широко практикуется классификация фондов по инвестиционной политике и целям, которая отражает их общность не только в способах управления капиталом, но и в характеристиках риска и доходности. Среди самых популярных фондов есть такие, которые ориентируются на: рост активов ("динамичные"); очень быстрый их рост ("сверхдинамичные"); доход от вложений в акции или фонды акций; сбалансированный рост; рост и доход; инвестиции в облигации; инвестиции в краткосрочные инструменты денежного рынка; необычные стратегии инвестирования; наконец, "отраслевые" и "международные" фонды. В табл. 13.3 даны перечень ряда наиболее успешно работающих фондов каждой из этих категорий, размеры их "надбавок" и комиссионных, а также показатели доходности за последние пять лет. Теперь рассмотрим различные виды взаимных фондов, что они собой представляют и как работают.

Разновидности взаимных фондов

Фонды роста

Фонд роста — *это взаимный фонд, главные цели которого состоят в получении курсовых доходов и долговременном росте активов.*

Задача **фонда роста** проста: увеличивать стоимость вложенного капитала. Долговременный рост активов и получение курсовых доходов — вот его первоочередные цели. Поэтому такие фонды работают главным образом с обыкновенными акциями — теми, которые показывают тенденцию к росту курсовой стоимости выше среднего, но по которым ничего (или почти ни-

чего) не распределяется в виде дивидендов. Поскольку доходность этого вида инвестиций недостаточно надежна, эти взаимные фонды работают с высокой степенью риска. Принято считать, что их акции — это долгосрочные финансовые инструменты, рассчитанные на инвесторов, наиболее спекулятивно ориентированных, т.е. тех, кто хочет быстро сколотить капитал и мало интересуется текущим доходом.

Фонды "агрессивного роста"

Фонд "агрессивного роста" — *это взаимный фонд, деятельность которого имеет крайне спекулятивный характер и рассчитана на получение высокой курсовой прибыли.*

Фонды "агрессивного роста" — это фонды, акции которых очень быстро растут в цене (они самые "шустрые") и особенно привлекают внимание инвесторов, когда рынок "разогревается". Акции таких фондов относятся к крайне спекулятивным финансовым инструментам, они рассчитаны на получение высоких курсовых доходов. Во многом это крайний вариант концепции фондов роста. Чаще всего они совсем небольшие, и их портфели составлены главным образом из обыкновенных акций с высокими колебаниями курсовой стоимости. Они, как правило, покупают акции мелких и малоизвестных компаний, акции с высоким коэффициентом "кратное прибыли" (*P/E*) и обыкновенные акции с сильно скачущими курсами. Они особенно любят резкие перемены ситуации на рынке и иногда даже интенсивно используют "эффект рычага" для своих портфелей (что требует покупки акций с первоначальным взносом, маржей). Кроме того, они очень охотно прибегают к покупке опционов, к разным способам хеджирования и к продажам "без покрытия". Все это делается, конечно же, для получения высоких прибылей. Правда, "сверхдинамичные" фонды отличаются не только сильной склонностью к спекуляциям, но и большой нестабильностью. Когда на рынке хорошая ситуация, дела у фондов "агрессивного роста" идут неплохо, но как только ситуация ухудшается, они нередко несут большие убытки.

Фонды акций

Фонд акций — *это взаимный фонд, который сориентирован на текущий доход от вложений в акции и сохранение капитала и поэтому работает главным образом с высокодоходными обыкновенными акциями.*

Фонды акций заинтересованы в текущем доходе и получают его путем инвестиций в высокодоходные обыкновенные акции. Для них важны также сохранность капитала и определенные курсовые доходы, хотя рост стоимости капитала не является первоочередной целью таких фондов. Они работают в первую очередь с первоклассными обыкновенными акциями, с некоторыми конвертируемыми ценными бумагами и привилегированными акциями, а время от времени — с облигациями. В их акционерном портфеле преобладают "блю чипс" (первоклассные высокодоходные акции), акции предприятий общественного пользования и финансовых учреждений. Они предпочитают ценные бумаги, дающие хороший доход в виде дивидендов, но в долгосрочном плане не пренебрегают и потенциальным ростом курсовой стоимости этих бумаг. В общем, благодаря тому что эти фонды обращают больше всего внимания на дивиденды и текущий доход, они стараются держать высококлассные ценные бумаги, курсы которых подвержены меньшим колебаниям, чем курсы рынка в целом. Акции таких фондов считаются финансовыми инструментами с низким уровнем риска.

"Сбалансированные" фонды

"Сбалансированный" фонд — *это взаимный фонд, целью которого является получение устойчивой доходности, основанной как на текущем доходе, так и на долговременном приросте курсовой стоимости активов.*

Эти фонды называются сбалансированными по той причине, что они стараются держать сбалансированный портфель акций и облигаций, для того чтобы обеспечивать устойчивые доходы как в виде текущего дохода, так и в виде долговременного прироста курсовой стоимости активов. Они во многом похожи на фонды акций, ориентированные на текущий доход и сохранение капитала, однако **"сбалансированные" фонды** обычно вкладывают больше средств в ценные бумаги с фиксированным доходом; они, как правило, держат, по крайней мере, 20—50% своих активов (а иногда и больше) в облигациях. Конечно, эти фонды могут так или иначе перераспределять содержимое своих портфелей в пользу облигаций. Очевидно, что, чем больше в их портфелях ценных бумаг с фиксированным доходом, тем больше они ориентируются на текущие доходы. "Сбалансированные" фонды приобретают большей частью растущие "блю чипс", а также облигации с высоким инвестиционным рейтингом, рекомендуемые для долгосрочных вложений. В этом смысле акции таких фондов считаются безопасным инструментом для инвестиций, так как они обеспечивают достаточно высокий доход по сравнению со своими конкурентами, но не подвержены резким рыночным колебаниям.

Фонды типа "рост и доход"

Фонд типа "рост и доход" — *это взаимный фонд, ориентированный одновременно на текущий доход и на долговременный рост стоимости портфеля с акцентом на последнем.*

Фонды типа "рост и доход" тоже стремятся к сбалансированной прибыли, которая обеспечивается текущим доходом и долговременным приростом капитала, но последнему виду дохода придается первоочередное значение. Более того, подобно "сбалансированным" фондам **фонды типа "рост и доход"** вкладывают бóльшую часть своих средств в акции: как правило, обыкновенные акции составляют от 80 до 90% стоимости их активов. Они стараются держать свои средства в ценных бумагах высокого качества. Поэтому в их портфелях можно обнаружить много растущих первоклассных акций, а также немало высокодоходных акций. Паи этого вида фондов очень привлекательны тем, что они нередко могут приносить вполне приличный доход в течение долгого времени. Но в то же время эти фонды подвержены довольно большому риску, хотя бы потому, что они работают больше всего с акциями и рассчитывают на курсовые доходы. Поэтому акции фондов типа "рост и доход" больше всего подходят тем инвесторам, кто согласен мириться с риском и резкими колебаниями курсов.

Фонды облигаций

Фонд облигаций — *это взаимный фонд, портфель которого составлен из облигаций различных видов и качества с расчетом прежде всего на текущий доход.*

Фонды облигаций, как показывает их название, инвестируют капитал исключительно в облигации различных видов и качества, начиная с долгосрочных облигаций Казначейства США и облигаций различных федеральных агентств и кончая облигациями фирм и муниципалитетов. Главной целью вложений является доход, хотя прирост курсовой стоимости тоже представляет интерес для этих фондов. Покупка акций фондов, работающих с облигациями, имеет два явных преимущества перед непосредственной покупкой облигаций. Во-первых, акции таких фондов намного более ликвидны, а во-вторых, они обеспечивают диверсификацию инвестиционных рисков. Акции фондов облигаций обычно считаются вполне консер-

вативными финансовыми инструментами, но они не совсем свободны от риска, так как курсы облигаций, находящихся в портфеле фонда, имеют свойство колебаться вместе с движением рыночных процентных ставок. Хотя многие из этих фондов вполне консервативны, они нередко начинают вести себя более агрессивно. Если в последнее время их активы росли, то этим они на самом деле обязаны именно своему новому отношению к инвестициям, поэтому среди подобных фондов есть самые разные — от тех, кто размещает капитал в высококлассные государственные облигации, до тех, кто вкладывает его только в "бросовые" облигации. В течение многих лет фонды облигаций не предлагали особо привлекательных финансовых инструментов, однако в середине 70-х годов их менеджеры стали агрессивнее и начали более внимательно управлять портфелями фондов. В последнее время акции фондов облигаций стали лучше продаваться благодаря росту популярности ценных бумаг, обеспеченных пулом закладных. Эти фонды вкладывают деньги главным образом в ценные бумаги с правительственным обеспечением ("Джинни мэй" и облигации, обеспеченные пулом закладных на недвижимость, типа "Фрэдди мак") и поэтому могут предложить инвесторам надежную и в то же время весьма высокую доходность вложений. Акции этих фондов привлекают инвесторов не только тем, что они обеспечивают диверсификацию вложений, но и тем, что при их покупке дается право (по желанию вкладчиков) реинвестировать *основную* сумму ежемесячного дохода, что позволяет сохранять капитал, не растрачивая его.

Как показывает приведенный ниже список, в настоящее время рынок предлагает большое разнообразие акций взаимных фондов:

- *акции фондов государственных облигаций*, работающих с облигациями Казначейства США и ценными бумагами федеральных агентств;
- *акции фондов облигаций, работающих с различными правительственными ценными бумагами*, имеющими обеспечение в виде закладных на недвижимость (например, выпуски "Джинни мэй");
- *акции фондов, работающих с высоконадежными облигациями корпораций* — ценными бумагами, рекомендуемыми для покупки инвесторам, с рейтингом *BBB* и выше;
- *акции фондов, работающих с высокодоходными облигациями корпораций*, — это финансовые инструменты с высоким риском, так как их доходность обеспечивается "бросовыми" облигациями;
- *акции фондов муниципальных облигаций*, которые вкладывают средства в ценные бумаги, защищающие инвестора от налогов. Эти финансовые инструменты привлекательны для тех инвесторов, кто рассчитывает на необлагаемый доход. Муниципальные облигации, как и облигации корпораций, бывают либо высоконадежными, либо высокодоходными;
- *акции фондов среднесрочных облигаций*, которые работают с облигациями со сроком погашения от 7 до 10 лет и менее и обеспечивают не только приличную доходность, но и относительно *низкие* колебания курсовой стоимости;
- *акции фондов международных облигаций*, которые работают с ценными бумагами с фиксированными доходами, выпущенными иностранными правительствами и зарубежными компаниями. Эти фонды получают

свои доходы двумя путями: как за счет высокой прибыльности вложений в некоторых странах, так и за счет выгодных изменений валютных курсов.

Рассчитывая на тот или иной вариант доходов от ценных бумаг с фиксированным доходом, вы, несомненно, найдете такой фонд облигаций, который обеспечит искомый уровень ставки доходности. За последние десять лет число таких фондов в США невероятно выросло; во всяком случае, в начале 1989 г. на рынке обращались акции примерно *тысячи* фондов облигаций, под управлением которых находились облигации на сумму свыше 280 млрд. долл.

Взаимные фонды денежного рынка

Взаимный фонд денежного рынка — *это взаимный фонд, который собирает капиталы группы инвесторов и использует их для покупки краткосрочных финансовых инструментов денежного рынка. Иначе его называют денежным фондом.*

Первый **взаимный фонд денежного рынка**, или, для краткости, ***денежный фонд***, был учрежден в ноябре 1972 г. с активами всего 100 000 долл. Идея применить принцип взаимных фондов к работе с финансовыми инструментами рынка "коротких" денег — такими, как сертификаты банковских депозитов, краткосрочные обязательства Казначейства США и т.д., — была в то время новинкой. Первое время эти фонды предлагали инвесторам, располагавшим скромными средствами, доступ на высокодоходный денежный рынок, многие инструменты которого стоят очень дорого — 100 000 долл. и выше (подробнее о денежных фондах рассказано в гл. 4, где речь идет о краткосрочных финансовых инструментах). Но эта идея сразу же пошла в ход, и денежные фонды стали развиваться с феноменальной быстротой. Их рост достиг наивысшей точки в 1982 г., но затем приостановился, а активы фондов несколько сократились после появления депозитных счетов денежного рынка и ссудосберегательных ассоциаций. Тем не менее восстановление наступило быстро, и к 1989 г. в данной отрасли насчитывалось 467 денежных фондов, которые в совокупности располагали активами свыше 315 млрд. долл., что, кстати сказать, *составляет 35% всего объема активов, которыми располагают взаимные фонды.*

В настоящее время существует несколько видов взаимных фондов денежного рынка:

- *фонды денежного рынка общего назначения*, которые работают с любыми финансовыми инструментами денежного рынка — от краткосрочных обязательств Казначейства США и банковских депозитных сертификатов до векселей корпораций. К этому типу относится преобладающая часть денежных фондов, они вкладывают деньги во все, что может принести хороший краткосрочный доход;
- *фонды денежного рынка краткосрочных государственных обязательств*, которые были созданы в соответствии с требованиями инвесторов о надежности помещения капитала. Эти фонды удачно решают проблему неплатежеспособности, так как все их средства направляются на покупку краткосрочных обязательств Казначейства США и других краткосрочных ценных бумаг американского правительства либо его агентств (например, Федеральной системы фермерского кредита, Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита, Федеральной национальной ипотечной ассоциации);

- *фонды денежного рынка, ориентированные на ценные бумаги, защищающие от налогов;* они работают с самыми "короткими" (сроком от 30 до 90 дней) муниципальными ценными бумагами, доход от которых не облагается налогом. Поскольку их доход не подлежит обложению федеральным налогом на прибыль, постольку они рассчитаны главным образом на привлечение тех инвесторов, чьи доходы облагаются по самым высоким ставкам. Доходность акций этих фондов на 25—35% *ниже* доходности акций всех остальных денежных фондов. Этот уровень привлечет вас только в том случае, если вы принадлежите к категории граждан, платящих налоги по самым высоким ставкам. Некоторые фонды этого типа работают только с ценными бумагами, выпущенными в одном штате, чтобы жители тех штатов, где ставки налогов высоки, получали доход, не подлежащий обложению ни федеральным налогом, ни налогом штата.

Практически каждая брокерская компания является учредителем, по крайней мере, одного или двух взаимных фондов денежного рынка, а акции еще трех сотен таких фондов размещаются через их агентов. Основная часть фондов устанавливает требование минимальных инвестиций в 1000 долл. (хотя не так уж редки и требования от 2500 до 5000 долл.). Из-за характера ценных бумаг, которые эти фонды держат в своих портфелях, взаимные фонды денежного рынка относятся к категории высоколиквидных инвестиционных инструментов, имеющих достаточно низкий уровень риска, поскольку они практически не подвержены риску потери капитала. Однако процентные доходы, которые получают эти фонды, не столь безрисковые варианты, поскольку они обычно следуют за общим движением рыночных условий. Поэтому доходы акционеров этих фондов так же подвержены взлетам и падениям, как и рыночные процентные ставки. Но несмотря на такую неустойчивость, доходность акций взаимных фондов денежного рынка высококонкурентоспособна по сравнению с другими краткосрочными ценными бумагами. Если же учесть их возможности предоставления привилегий выписывания чеков против сумм инвестиций вкладчиков, то акции этих фондов следует отнести к таким же высоколиквидным активам, какими являются чековые и сберегательные счета в банках. Поэтому акции взаимных фондов денежного рынка рассматриваются как безопасный, удобный и выгодный способ накопления капитала и временного хранения избыточных денежных средств.

Фонды "с приманкой"

Некоторые фонды решают свои инвестиционные задачи, работая с ценными бумагами компаний одной отрасли или ограничиваясь одной географической зоной. Другие вкладывают все свои деньги в небольшие, но "подающие надежды" компании или аккумулируют средства для помещения в *другие* взаимные фонды. (Причем эти *фонды фондов* охотно зарабатывают высокие прибыли на перепродаже чужих акций.) Все это — примеры так называемых **фондов "с приманкой"**, принцип работы которых состоит в отказе от общепринятых стратегий инвестирования в пользу нетривиальных приемов, рассчитанных на обеспечение высокого, привлекательного для инвесторов уровня дохода. Фонды "с приманкой" составляют от 15 до 20% общего числа взаимных фондов; в силу своего нетрадиционного подхода к ин-

Фонд "с приманкой" *— это взаимный фонд, который отходит от общепринятых стратегий инвестирования и выбирает нетривиальные приемы обеспечения высокого, притягательного для инвесторов уровня доходности.*

вестициям они обычно невелики, судя по размерам активов, которыми они управляют.

Кроме тех примеров, которые приведены выше, существуют и другие виды фондов "с приманкой": одни ориентированы на *налоговое планирование* и стараются уменьшить налогооблагаемые прибыли, вкладывая средства в финансовые инструменты, доход по которым не облагается налогом; другие, *"работающие под индекс"*, или *"фонды индексов"*, стремятся к тому, чтобы доходность их паев соответствовала средней доходности всех инструментов фондового рынка (измеряемой тем или иным индексом, например "Стэндард энд пур'з 500"); третьи, *ориентированные на доходность*, или "фонды хеджирования", хеджируют свои портфели вложениями в опционы и фьючерсы; четвертые, так называемые *социально ориентированные*, считают, что главными переменными в инвестиционных решениях являются соображения морально-этического характера. Есть также фонды, сфокусированные на операциях с опционами, фонды, ориентированные на товарные фьючерсы, и др. В силу своей необычности они иногда действуют с большим риском, и чтобы работать с ними, инвесторы должны обладать достаточными специальными знаниями. К числу наиболее распространенных фондов "с приманкой" относятся так называемые "отраслевые" и "международные".

"Отраслевые" фонды

"Отраслевой" фонд — *это взаимный фонд, ограничивающий свои вложения определенным сегментом фондового рынка.*

Один из новейших и самых ходовых финансовых продуктов на Уолл-стрите — это акции так называемых **"отраслевых" фондов**: взаимных фондов, работающих с ценными бумагами определенного сектора или сегмента рынка. Эти фонды работают исключительно с ценными бумагами компаний одной или нескольких отраслей, составляющих их сектор рынка. Например, фонд "сектора здравоохранения" держит свои средства в ценных бумагах компаний, связанных именно со здравоохранением: фармацевтических фирм, больниц, поставщиков медицинских товаров, биотехнологических концернов. Портфели таких фондов составляются из перспективных акций компаний этого рода. Общая цель вложений, которые делаются "отраслевыми" фондами, — это *курсовые доходы*. Они во многих отношениях похожи на фонды роста, и в этом смысле их надлежит считать спекулятивными по природе. В основу принципов их работы положена идея о том, что по-настоящему высокие доходы можно получить только на ограниченных участках рынка, а поэтому, вместо того чтобы разбрасывать вложения по всему рынку, лучше вкладывать их туда, где делаются настоящие деньги! Эта мысль может найти отклик у инвестора наступательного склада, согласного пойти на дополнительный риск, с которым связаны вложения этих фондов. В числе самых популярных "отраслевых" фондов — фонды, работающие с акциями компаний аэрокосмической отрасли, оборонной промышленности, энергетики, финансовых услуг, вкладывающие средства в добычу золота, отрасли развлечений и досуга, эксплуатацию природных ресурсов, электронику, химию, компьютеры, телекоммуникации, предприятия общественного пользования и, конечно, здравоохранение, — одним словом, во все самые привлекательные отрасли современной экономики.

"Международные" фонды

"Международный" фонд — *это взаимный фонд, вкладывающий все или почти все средства в иностранные ценные бумаги.*

Еще один вид фондов, показавших отличные результаты в 80-х годах, — это **"международные" фонды**, работающие исключительно или в основном с иностранными ценными бумагами. Очень многим хотелось бы вложить деньги в иностранные ценные бумаги, но для этого им недостает нужных опыта и знаний. "Международные" фонды дают инвесторам такую возможность, *если только в своей работе они учитывают хотя бы основные реальности мировой экономики.* Поскольку данные фонды работают в масштабах мировой экономики, инвесторы должны иметь представление о том, как тенденции мирового хозяйства, состояние платежных балансов различных стран и девальвации валют могут воздействовать на доходы этих фондов. Существуют два типа "международных" фондов: 1) *"глобальные"*, инвестирующие средства прежде всего в иностранные ценные бумаги, а также в бумаги американских компаний (как правило, транснациональных); 2) *"зарубежные"*, вкладывающие средства только за пределами США, причем иногда они работают исключительно в том или ином географическом регионе (например, в Японии или Австралии). "Глобальные" взаимные фонды, как правило, обеспечивают большее разнообразие активов, а поскольку они имеют доступ и на американский, и на иностранные рынки, то могут быстро перебрасывать средства туда, где они сулят бóльшую выгоду. Такие фонды могут реализовать те преимущества, которые дает им мировая экономика, путем игры не только на изменениях в мировой рыночной конъюнктуре, но и на падении курса доллара. Они ведут эту игру, чтобы получать курсовые доходы, иногда очень значительные. Акции "международных" фондов считаются вложениями с высокой степенью риска, и этот риск могут нести только те инвесторы, которые хорошо знают специфику их деятельности.

Услуги инвесторам

Спросите любого инвестора, почему он покупает акции конкретного взаимного фонда, и он, скорее всего, ответит, что этот фонд обеспечивает ему такой доход, который его устраивает. Никто не спорит о том, что для принятия инвестиционного решения вопрос о доходности вложения очень важен, но есть и другие причины обращения к взаимным фондам, в том числе и такая веская, как предлагаемые ими услуги. И действительно, многие инвесторы ценят эти услуги так высоко, что склонны считать их столь же серьезной причиной для покупки паев, как и будущие доходы. Больше всего ценятся такие *услуги взаимных фондов*, как осуществление программ сбережений и реинвестирования, программ регулярных доходов и пенсионных программ, как право на конверсию акций, возможность перемещать деньги из фонда в фонд по телефонному звонку и выписывать чеки по своему вкладу.

Сберегательная программа — *это услуга, предоставляемая взаимным фондом, в соответствии с которой вкладчик соглашается (формально или неформально) регулярно вносить определенные суммы на свой счет во взаимном фонде.*

Сберегательные программы и программы автоматического реинвестирования

Сберегательные программы. Принимая сберегательную программу, вкладчик дает формальное либо неформальное согласие на то, что он будет регулярно (раз в месяц или раз в квартал) вносить определенные суммы на свой счет во взаимном фонде. Например, инвестор соглашается добавлять на свой счет 250 долл. ежеквартально. Эти деньги расходуются на покупку

дополнительных акций фонда. *Добровольные сберегательные программы* — это очень хороший способ регулярного пополнения инвестиционного портфеля.

В то же время следует быть очень осторожным с *контрактными сберегательными программами*, для открытия которых требуется достаточно большой "пропуск на вход" — существенное комиссионное вознаграждение. В них устанавливается формальное соглашение, или контракт, по которому предполагается (правда, *незаконно*) принуждение инвестора участвовать в долгосрочной программе вложений, причем все комиссионные за срок контракта должны быть уплачены инвестором в самом начале. Таким образом, фонд требует все комиссионные, положенные за первые годы контрактного срока, и не переводит акции на счет инвестора до тех пор, пока не будут уплачены все эти комиссионные. Например, вкладчик хочет ежегодно вносить по 1000 долл. в течение следующих 15 лет. Полная стоимость его инвестиционного контракта — 15 000 долл. Если фонд берет комиссионные при продаже акций в 8,5% (а большинство фондов, предлагающих контрактные программы сбережений с "пропуском на вход", берет эту плату по максимуму), то полная стоимость всех комиссионных, которые должны быть уплачены в течение срока контракта, составит 1275 долл. (0,85 × 15 000 долл.). Но дело в том, что вся эта сумма будет вычтена из *нескольких первых взносов* независимо от того, захочет ли инвестор сохранить контракт на все 15 лет или не захочет. Такого рода соглашения могут обходиться очень дорого, так как те из инвесторов, кто захочет прекратить свой контракт, теряют все или почти все уже уплаченные комиссионные, причем на руках у них оказывается намного *меньше* акций, чем они купили бы обычным порядком. Комиссия по ценным бумагам и биржам требует, чтобы в случае, если инвестор отменяет программу в течение 45 дней, фонд полностью возвращал предварительно уплаченные комиссионные, но если контракт прекращается через 18 месяцев, от фонда требуется вернуть только 85% комиссионных, а если еще позже, то инвестор не получит ничего. Некоторое время назад отношение к этим контрактам было весьма критическим, и в ряде штатов они были запрещены (например, в шт. Калифорния, Иллинойс, Огайо и Висконсин).

Программа автоматического реинвестирования — *это услуга взаимного фонда, которая дает возможность вкладчикам автоматически покупать дополнительные акции фонда путем реинвестирования дивидендов и/или курсовых доходов.*

Программы автоматического реинвестирования. Это одна из самых выигрышных услуг, и практически все фонды открытого типа предлагают ее своим вкладчикам. **Программы автоматического реинвестирования**, очень похожие на те программы реинвестирования дивидендов, о которых мы говорили в связи с акциями (в гл. 6), позволяют заставлять вложенный вами капитал работать полностью. По этой программе дивиденды и/или курсовые доходы *автоматически используются для покупки дополнительных акций фонда.* Но вам следует помнить, что, хотя вкладчик может реинвестировать все дивиденды и все полученные им курсовые доходы, с точки зрения налоговых органов эти суммы будут считаться его наличными доходами, и за тот год, когда они были получены, они будут облагаться налогами как доходы от инвестиций! Многие фонды продают акции долями и чаще всего не берут при этом комиссионных.

Программы автоматического реинвестирования особенно привлекательны тем, что дают вкладчикам доходность с учетом сложных процентов. А именно: инвестируя текущие прибыли (выплаченные дивиденды и полученные курсовые доходы), вкладчики могут реально заставить свои прибы-

ли работать дальше и приносить новые доходы. И действительно, в долгосрочном плане такие программы могут дать очень существенное приращение к накопленному капиталу. На рис. 13.8 приведен пример, показывающий, что может дать такая программа за длительный срок. (Это подлинные данные, характеризующие деятельность *реально существующего* взаимного фонда, а именно "Твентиз сенчури гроус инвесторс".) В нашем примере вкладчик сначала инвестирует капитал, равный 10 000 долл., и больше ничего к нему не добавляет, однако реинвестирует дивиденды и курсовые доходы. И даже в этом случае исходный капитал в 10 000 долл. через 27 лет превращается в 380 000 долл. (что, кстати, дает полную доходность с учетом сложного процента, равную 14,4%). Конечно, такой результат будет получаться не всегда, и не все фонды сумеют его достичь даже при благоприятной рыночной конъюнктуре. Но суть дела в том, что если только вы сумеете выбрать эффективно работающий фонд, *то будете пользоваться выгодой от систематического накопления капитала при помощи программы сбережений и/или программы автоматического реинвестирования*. Вкладчикам следует очень серьезно учесть возможность включения той или иной программы или даже обеих программ в свои инвестиционные планы.

Стабильный доход

Программа автоматического реинвестирования очень привлекательна для тех, кто вкладывает деньги на длительный срок. Но что делать тем, кто заинтересован в постоянном источнике дохода? У взаимных фондов есть услуга и для таких вкладчиков. Она называется **программа регулярного снятия денег со счета**, и ее предлагает большинство фондов открытого типа. Инвестор, подавший заявку на обслуживание по такой программе, будет получать ежемесячно или ежеквартально заранее обусловленную сумму. Для того чтобы инвестор имел право на обслуживание по такого рода программе, фонды обычно устанавливают нижнюю границу вклада не менее чем в 5000 долл., а размер регулярной выплаты — не менее чем 50 долл. за обусловленный период (верхняя граница не устанавливается). Менеджеры фонда будут выплачивать вам ежемесячный или ежеквартальный доход сначала из дивидендов и полученных курсовых доходов, а если эти источники окажутся недостаточными и если вкладчик даст согласие, фонд может брать средства для регулярных выплат из основного или первоначального вклада на счете инвестора.

Программа регулярного снятия денег со счета — *это услуга взаимного фонда, которая дает вкладчикам право автоматически получать предварительно оговоренную сумму раз в месяц или раз в квартал.*

Есть несколько видов программ регулярного снятия денег со счета. Самой распространенной является программа, по которой вкладчик оговаривает регулярную выплату постоянной суммы в абсолютном выражении. Например, он хочет получать по 200 долл. в месяц независимо от источника выплаты. Другой, тоже довольно распространенный вид — это соглашение о регулярной продаже строго определенного числа акций фонда, принадлежащих инвестору. Такой вид программы дает неодинаковый уровень дохода, так как рыночный курс акций фонда подвержен колебаниям. Третий вид — выплата фиксированной доли от *прироста* чистых активов. Поскольку устанавливается доля ниже 100 долл., постольку вкладчик получает периодический, хотя и нестабильный, доход, причем что-то еще остается для реинвестирования и роста суммы на счете. По существу, пока фонд остается прибыльным, его вкладчики будут получать раз в месяц или в квартал ка-

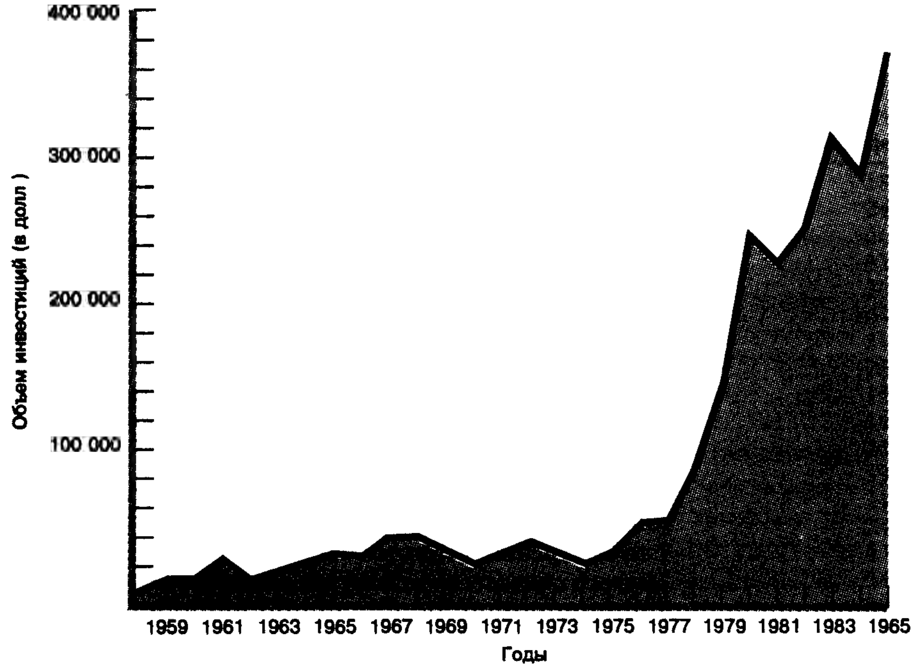


РИС. 13.8. **Влияние реинвестирования дохода**

Реинвестирование дивидендов и/или курсовых доходов (прироста капитала) может оказать огромное влияние на первоначальную инвестиционную позицию. На этом графике показано, что получил воображаемый вкладчик, который когда-то вложил 10 000 долл. и затем в течение 27 лет реинвестировал все дивиденды и распределяемую курсовую прибыль в дополнительные акции фонда. (Поправки на величину подоходного налога инвестора не делались, как если бы средства были на индивидуальном пенсионном счете или счете Кеога.) (*Источник:* Twentieth Century Investors).

кой-то доход и у них будет еще что-то оставаться для того, чтобы снова вкладывать в этот фонд.

Право на конверсию — *это разрешение, которое взаимный фонд дает своим вкладчикам на перевод денег из одного фонда в другой в пределах одного и того же семейства фондов; иногда его называют правом на обмен.*

Семейство фондов — *это группа различных фондов, предлагаемых одной и той же управляющей инвестиционной компанией.*

Право на конверсию и право на телефонный перевод

Иногда вкладчикам бывает нужно по той или иной причине перейти из одного фонда в другой, например если меняются его цели или меняется сам инвестиционный климат. **Право на конверсию**, или на обмен, было введено именно для того, чтобы инвесторы могли это сделать с удобством и без потерь. Управляющие компании инвестиционных фондов, объединяющие по нескольку взаимных фондов различных типов, так называемые **семейства фондов**, дают своим вкладчикам право на конверсию, т.е. на перевод денег из фонда в фонд без всяких затруднений. Как мы уже упоминали, это обычно делается по телефону. Единственное ограничение состоит в том, что инвестор должен выбирать в рамках одного *семейства* фондов. Например, инвестор может перевести деньги из фонда роста "Дрейфус" в фонд денежного рынка того же "Дрейфуса", либо в фонд акций, либо в какой-то еще фонд, но под управлением той же компании "Дрейфус". Есть такие семейства фондов, которые предлагают вкладчикам поистине неограниченный

выбор: в больших семействах бывает по 20, 30 и более фондов. У одной инвестиционной компании ("Фиделити") семейство насчитывает более 100 различных фондов с различными стратегиями размещения капитала: и в высокодоходные акции, и в облигации, и в ценные бумаги, не облагаемые налогом, и в десяток различных отраслей, и в инструменты денежного рынка, словом, во что угодно.

В настоящее время существуют более сотни семейств фондов. Во всех разрешаются конверсии по невысоким ставкам, дается право на телефонный перевод (иногда даже *бесплатно*), хотя при условии бесплатного перевода денег внутри семейства ограничивается число таких переводов в год. В табл. 13.4 перечислены 20 крупнейших семейств фондов. Обратите внимание на то, что 20 этих семейств предлагают инвесторам почти *650* различных взаимных фондов. Вкладчики обычно очень ценят право на конверсию, так как, имея это право, можно добиваться результатов, меняя цели долгосрочных вложений. Кроме того, инвесторы могут динамичнее управлять своими средствами, переводя их из фонда в фонд по мере того, как изменяется инвестиционный климат. К сожалению, это право является одновременно и немалым минусом с точки зрения налогового права, так как обмен акций одного фонда на акции другого считается сделкой продажи, за которой следует покупка новых акций. Поэтому если на момент обмена имеется какой-то курсовой доход, то инвестор будет обязан заплатить на него налог даже в том случае, если он на самом деле не изымает свое вложение.

Право выписывать чеки по своему вкладу

Сейчас практически любой фонд денежного рынка дает право на выписку чеков по вкладу. Это право дают как фонды, работающие с акциями, так и фонды, работающие с облигациями (пока немногие, но их становится все больше). Как и следует из названия этой услуги, вкладчикам дается на руки некоторое количество чеков, при помощи которых можно переводить деньги, вложенные в акции взаимных фондов денежного рынка. Это обычные чеки, как и всякие другие, за исключением того, что по ним снимаются деньги со счета в фонде с оплатой через банк, работающий с данным фондом. Но дело в том, что чеки обычно выписываются на очень небольшие суммы (чаще всего на 500 долл. или немного больше). Главная выгода состоит в том, что на выписанный чек продолжает начисляться доход до того момента, как чек будет полностью использован. Например, инвестор, у которого есть акции взаимного фонда денежного рынка, выписывает чек на сумму в 1000 долл. по этому вкладу с выплатой денег в течение недели. В этом случае в течение семи дней, пока чек не будет оплачен наличными, ему будут ежедневно начисляться проценты на всю сумму в 1000 долл.

Пенсионные программы

Нормативные акты, принятые американским правительством, разрешают тем, кто занят собственным бизнесом, переводить часть прибыли до уплаты налогов в личные *пенсионные программы*, которыми эти лица распоряжаются самостоятельно. И всем работающим американцам независимо от того, заняты ли они по найму или имеют свое предприятие, разрешено открывать индивидуальные пенсионные счета. (Даже после налоговой реформы 1986 г.

ТАБЛИЦА 13.4 Двадцать крупнейших семейств фондов

Семейства фондов*	Количество фондов акций и фондов облигаций	Количество фондов денежного рынка	Итого фондов
American Capital Marketing	17	1	18
Colonial Investment Services	23	1	24
Dean Witter Reynolds	19	7	26
Dreyfus Service Corp.	24	7	31
Federated Securities Corp.	17	3	20
Fidelity Distributors Corp.	96	8	104
Franklin Distributors	27	4	31
IDS Financial Services	25	3	28
Kemper Financial Services	13	5	18
Keystone Distributors	18	1	19
Mass. Financial Services	26	2	28
Merrill Lynch Funds	51	8	59
Oppenheimer Fund Mgmt	20	1	21
T. Rowe Price Assocs.	21	3	24
Prudential-Bache	35	7	42
Putnam Financial Services	33	1	34
Shearson Lehman Hutton	30	9	39
Stein Roe & Farnham	13	3	16
Vanguard Group	44	5	49
Waddell & Reed (United Fds)	15	1	16

* Количество фондов приведено на конец 1988 г.; все эти семейства фондов дают инвесторам право на конверсию.

индивидуальные пенсионные счета разрешается открывать любому, кто получает регулярный доход от своей занятости. Правда, как уже указывалось в гл. 4, некоторым категориям лиц установлены ограничения на право вычитать в полном размере доходы, *переводимые* на личные пенсионные счета, из налогооблагаемого дохода.) В настоящее время все взаимные фонды денежного рынка помогают своим вкладчикам создавать личные пенсионные программы с отсрочкой уплаты налогов — либо в виде индивидуальных пенсионных счетов, либо в виде счетов по системе Кеога. Фонды открывают эти счета для своих вкладчиков и ведут административную сторону дела таким образом, чтобы инвесторам было удобно пользоваться всеми преимуществами доступа к тем суммам, которые они экономят на налогах.

ПРОЦЕСС ВЛОЖЕНИЯ КАПИТАЛА ВО ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ

Представьте себе, что перед вами следующая проблема: у вас есть деньги, которые вы хотели бы вложить, и вы пытаетесь найти, куда бы их наилучшим образом поместить. Вам, по-видимому, хочется найти такую ценную бумагу, которая соответствовала бы вашим представлениям о приемлемом уровне риска и в то же время обладала бы достаточной доходностью. Ваша проблема состоит в том, что вам придется выбирать из списка, в котором насчитывается свыше 2700 ценных бумаг. Значит ли это, что вам придется "объять необъятное"? Но ведь именно такая проблема встает перед тем, кто

пытается выбрать подходящий взаимный фонд. Правда, задача покажется вам не такой уж грандиозной, если вы подойдете к ее решению методически. Как мы сейчас увидим, список может быть сильно "усечен", если сопоставить цели нашего инвестирования с теми целями, которые ставят перед собой те или иные фонды. Но перед этим следует учесть, какие варианты использования акций взаимных фондов существуют для инвестора. Зная это, можно будет перейти к процессу отбора и взять на вооружение те способы измерения доходности, которые необходимы для оценки результатов.

Как инвестор может использовать акции взаимных фондов

Индивидуальный вкладчик может найти применение акциям взаимных фондов несколькими способами. Например, акции так называемых "результативных" фондов (ставящих своей целью получение высокого прироста капитала) могут служить инструментами для увеличения размеров вложенного капитала, а акции фондов облигаций можно покупать в расчете на текущий доход. Вне зависимости от того, какого рода доход обеспечивает тот или иной фонд, вкладчики покупают их акции как финансовые инструменты, с помощью которых можно: 1) накапливать богатство; 2) вести спекулятивные сделки в расчете на высокую доходность вложений; 3) сохранять свои деньги от потерь.

Накопление крупной суммы денег

Накопление крупной суммы денег — это, пожалуй, самый распространенный мотив для покупки акций взаимных фондов. Как правило, тот, кто ставит перед собой такую задачу, держит эти акции подолгу, чтобы накопить деньги для тех или иных долгосрочных вложений. Деньги копят на старость, когда придется уйти от активной деятельности, на то, чтобы дать образование детям, и для других целей. В зависимости от личных предпочтений вкладчика допускается некоторый риск, но обычно больше ценятся сохранность капитала и его стабильность. Больше того, источник дохода далеко не так важен, как размер дохода, поэтому вкладчики, желающие накопить крупную сумму, одинаково часто покупают как акции фондов, сориентированных на инвестиции в акции, и "сбалансированных" фондов, так и паи фондов роста. Вся идея состоит в том, что инвестор, желая накопить возможно большую сумму, вступает в "партнерские отношения" с фондом. Он строит свой капитал, систематически добавляя к вкладу в фонд и реинвестируя прибыль, а фонд обеспечивает ему прибыль, стараясь помещать средства как можно более рационально.

Спекуляции и краткосрочные сделки

Акции взаимных фондов *далеко не* всегда используются для спекулятивных целей. Дело, конечно, в том, что эти акции, будучи преимущественно долгосрочными инструментами, в сущности, просто не рассчитаны на то, чтобы их применяли с агрессивными целями. Тем не менее эти акции (например, паи "отраслевых" фондов) пользуются популярностью у спекулянтов, и есть категория вкладчиков, которые считают, что такие паи вполне пригодны для спекулятивных целей и краткосрочных сделок. В частности, считается, что их можно активно покупать и перепродавать при изменениях инве-

стиционного климата. Например, когда на рынке высокая конъюнктура, можно покупать акции "результативных" фондов, а когда конъюнктура начнет снижаться, переключиться на акции фондов денежного рынка. Можно уйти от комиссионных надбавок (или уменьшить их величину), работая с таким семейством паевых фондов, которое дает льготную конверсию, и/или только с паями фондов, которые продаются "без нагрузки". Иные вкладчики хотят держать акции фондов подолгу, но в то же время не хотят упускать высокие доходы и с этой целью покупают акции самых "агрессивных" взаимных фондов. Такие фонды есть, и они ведут на рынке ярко выраженные наступательные действия, что очень импонирует тем из вкладчиков, кто готов идти на существенный риск. Чаще всего эти фонды невелики по размерам и узкоспециализированны — либо занимаются сложным хеджированием, либо вкладывают средства в опционы. Примеры таких действий показывают "глобальные" фонды, не говоря уже о "результативных" или "отраслевых". В сущности, давая профессиональным финансовым менеджерам работать со своими счетами так, как им это нужно, т.е. *в наступательном стиле*, эта категория вкладчиков подгоняет общую концепцию взаимных фондов к своим конкретным интересам. Кое-кто время от времени использует ценные бумаги взаимных фондов для краткосрочных спекуляций. Некоторые делают это с большой ловкостью: например, покупают акции "отраслевых" фондов ради исключительно высокой доходности тех или иных отраслей либо специально выбирают акции определенных "международных" фондов в те моменты, когда курс доллара к иностранным валютам идет вниз и/или акции иностранных компаний выглядят привлекательнее.

Сохранение денег от потерь

Кроме того, вкладчики могут покупать ценные бумаги взаимных фондов, чтобы сохранить свои деньги от потерь. В этом случае они заинтересованы в том, чтобы их капитал был в безопасности, не убывал и в то же время приносил вполне приличный доход. Для этого лучше всего покупать акции фондов облигаций, работающих с кратко- и среднесрочными облигациями (в этом качестве акции фондов приобретают все большую популярность). Многие инвесторы очень высоко ценят сохранение капитала и долговременный доход. Другим же важно сохранить свои деньги только на недолгое время — "пересидеть", пока не появится более заманчивая перспектива. Особо "динамичные" вкладчики, те, кто хочет сохранить свой капитал в период падения курсов или до появления лучших способов помещения капитала, покупают акции взаимных фондов денежного рынка.

Процесс выбора

Процесс выбора взаимного фонда — это во многих отношениях ключевое условие успеха для тех, кто вкладывает деньги в ценные бумаги взаимных фондов. Чтобы обеспечить себе наивысший уровень дохода при приемлемом уровне риска, нужно мобилизовать все знания о взаимных фондах. Выбор начинается с определения интересов, которые и обусловливают этот выбор. Из списка в 2700 позиций инвестор должен выбрать одну или две (или три-четыре) самые подходящие с точки зрения инвестиционных задач. Давайте посмотрим, что для этого нужно делать.

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Что следует искать в проспекте взаимного фонда

Комиссия по ценным бумагам и биржам требует, чтобы еще до того, как фонд примет ваш капитал, его проспект обязательно был у вас на руках. Это можно принять за злую шутку, потому что читать рядовой проспект ничуть не легче, чем старинную полустертую надпись. Но если вы не вникнете в содержание этого документа, то вас могут ожидать неприятные сюрпризы.

Инвесторы часто жалуются на то, что многие фонды всячески стараются замаскировать важную информацию в своих проспектах. Чаще всего это объясняется тем, что проспекты пишутся юристами, а их стиль письма бывает достаточно сложным. К счастью, большинство инвестиционных компаний, управляющих фондами, видит в ясности изложения только благо для себя. Компания "Т. Рау Прайс" передала составление проспектов менеджерам по организации сбыта, а юристы проверяют только правовые тонкости. Это еще не все; теперь фонды обязаны в первом же разделе проспекта помещать таблицу комиссионных, а также давать оценочную величину всех комиссионных, которые должны быть выплачены за пять лет при условии, что норма доходности составит 5%. Это должно положить конец сокрытию издержек.

Нижеследующая информация поможет вам оценить качество проспекта взаимного фонда.

- *Цели вложений.* Некоторые словесные обороты кочуют из проспекта в проспект. Все фонды претендуют на "самый высокий уровень текущего дохода", который "сочетается с сохранением капитала". Фонды, работающие с акциями, имеют свою иерархию приоритетов: это прирост капитала, дивидендный доход, сочетание того и другого и стратегические цели ограниченного характера, такие, как расчет на "особые ситуации" или поиски "недооцененных акций". Стратегия может быть сформулирована лучше или хуже. В лучшем случае фонд сообщит вам о степени риска своих операций. Например, в проспекте фонда "Фиделити спешиал ситюэйшнз" написано: "Мы стремимся к тому, чтобы при большинстве ситуаций на фондовом рынке наши средства полностью вкладывались в акции". Это значит, что если при очередном крахе на рынке акций у менеджера не оказалось вложений в казначейские векселя, то не жалуйтесь! Фонд "Франклин", специализирующийся на краткосрочных и среднесрочных обязательствах правительства США, утверждает, что он будет выдерживать средний по своему портфелю срок погашения от двух до

Цели и мотивы использования акций взаимных фондов

Найти то, что вам нужно, это значит отобрать такие фонды, которые более всего отвечают общим целям ваших инвестиций. *Следует начинать с определения целей.* Иными словами, вы должны понимать, почему хотите вложить деньги в ценные бумаги взаимного фонда, чего вы от него ожидаете? Конечно, вам нужен приличный уровень дохода, но при этом вы заинтересованы в том, чтобы уровень риска был терпимым. Уровень приемлемого риска может быть различным — для одних он выше, для других ниже, и это обстоятельство является немаловажным фактором в процессе выбора. Оценив приемлемый для себя уровень риска, мы увидим, каким разновидностям фондов следует отдать предпочтение. Например, фонды, ориентирующиеся на самый быстрый рост активов или на самые динамичные отрасли экономики, вряд ли привлекут тех, кто намерен избегать серьезного риска.

пяти лет. Это значит, что вложения в паи "Франклина" будут меньше подвержены влиянию колебаний курсов, чем паи "среднесрочного" фонда, который может растягивать сроки вплоть до 12 лет.

- *Показатели прошлых лет.* Фонды, пользующиеся авторитетом, публикуют показатели за пять лет (если им самим не меньше пяти) в таблице *динамики доходов на акцию и изменений капитала.* В этой краткой финансовой отчетности приводятся такие показатели, как отношение расходов к средней стоимости чистых активов (больше 1% — это много, если только фонд не занимается международными или отраслевыми вложениями), а также показатель нормы оборачиваемости ценных бумаг в портфеле (100% означает, что в течение года менеджер заменяет каждую акцию в портфеле). Во многих проспектах, хотя и не во всех, приводятся сравнения показателей данного фонда с показателями 500 лучших компаний списка "Стэндард энд пур'з" или с другими широко известными индикаторами. Суммарный годовой доход на вложенный капитал, измеряемый как сумма прироста (снижения) курсовой стоимости, дивидендного и процентного дохода, пока что не относится к категории добровольно публикуемых в проспекте данных. Но его можно подсчитать, взяв курс акции на последний день предыдущего года, прибавив весь прирост курсовой стоимости и дивиденды, выплаченные за прошлый год, и рассчитав разницу с курсом предыдущего года.
- *Управление.* Фонды не должны сообщать имя и сведения о квалификации менеджера, ответственного за управление портфелем, хотя некоторые публикуют даже цветные фотографии своих менеджеров. Иногда фонд в порядке исключения может сообщить о том или ином отличившемся персонаже. Фонд "Дрейфус кэпитал вэлью", у которого в 1987 г. были необыкновенно высокие показатели, сделал в своем проспекте шумную рекламу советнику фонда Стэнли Сэлвингсону.
- *Прочие сведения.* На последних страницах проспекта приводится дополнительная информация, например о праве на обмен акций в пределах семейства фондов или о возможности подписаться на программу регулярного изъятия денег со счета. Если эти услуги вам неизвестны, позвоните и спросите у менеджеров, работающих с инвесторами. Спрашивайте их обо всем, чего вы не можете сразу обнаружить в проспекте. Если клиенты будут достаточно часто задавать вопросы о том, что должно быть ясно из текста, фондам придется составлять проспекты тщательнее.

Источник: Подготовлено по: Jeff Kosnett, "What to Look for — and Look Out for — as You Read a Mutual Fund Prospectus", *Changing Times*, May 1988, p. 18.

В процессе выбора важно и то, каким образом будет использоваться вложение во взаимный фонд. А именно: зачем мы вкладываем деньги — чтобы накопить крупную сумму, чтобы получить высокий доход от спекулятивных сделок или чтобы просто сохранить капитал? Это очень важно, так как помогает уяснить, что же мы намерены делать с вложенными деньгами. Наконец, следует считаться и с тем, какие услуги предлагает тот или иной фонд. Если мы особенно заинтересованы в каких-либо услугах, это нужно учитывать при выборе фонда. Все эти параметры (желательный уровень прибыли, приемлемый уровень риска, наши цели и необходимые услуги) важны для того, чтобы определить, что же нам нужно от фондов, и они играют важнейшую роль в процессе выбора. Выяснив, что же нам нужно от фондов, посмотрим, что они могут нам дать.

1988 Fund Ratings/Stock

Performance[1] in UP —markets—	Performance[1] in DOWN —markets—	Fund/distributor[2]	Total return[3] Annual average 1978 to 1988[4]	Total return[3] Last 12 months[5]	Yield[6]	Assets 6/30/88 (millions)[7]	Assets % change '88 vs '87[8]	Maximum sales charge[9]	Annual expenses per $100[10]
		Standard & Poor's 500 stock average[11]	16.9%	−6.9%	3.3%				
		FORBES stock fund composite[12]	16.4%	−5.6%	2.7%				$1.49
		MFS Lifetime Emerging Growth/Mass Finl	—*	−14.1%	none	$80	58%	6.00%r	*$2.32*
		MFS Lifetime Managed Sectors/Mass Finl	—*	−13.4%	0.7	162	125	6.00r	*2.13*
		MFS Managed Sectors Trust/Mass Finl	—*	−14.8	1.2	150	−25	4.75	*1.48*
D	B	MidAmerica High Growth Fund/MidAmerica	12.9%	−5.3	2.9	12	−10	8.50	1.00p
D	A	MidAmerica Mutual Fund/MidAmerica	14.7	−4.7	3.7	35	−8	8.50	0.91
		Midas Gold Shares & Bullion/IRI	—*	−14.3	none	17	−2	6.00	*1.79p*
		Mimlic Investors Fund I/Mimlic	—*	−6.5	3.1	8	5	5.00	1.00p
		Monitrend Value Fund/Pallas	—*	−3.9	2.0	19	−35	3.50	*2.50p*
		Morgan Grenfell Small Cap Fund/closed end	—*	0.1	none	48	0	NA	2.38
		Morgan Keegan Southern Cap/Morgan Keegan	—*	−5.9	0.1	13	35	3.00	*2.00p*
		Morison Asset Allocation Fund/Morison	—*	−6.5	3.1	25	38	7.25	*1.72*
C	B	Mutual Benefit Fund/Mutual Benefit	16.3	−1.0	2.4	20	4	8.50	1.34
D	C	Mutual of Omaha Growth/Mutual of Omaha	13.0	−5.6	0.9	40	−10	8.00	1.11
		Mutual Series Fund-Beacon**/Heine Secs	—*	10.3	2.3	205	82	none	0.80
D	A+	Mutual Series-Mutual Shares/Heine Secs	21.3	9.3	3.5	2,222	17	none	0.69
• C	A+	Mutual Series Fund-Qualified/Heine Secs	—*	8.8	3.7	936	23	none	0.71
C	D	National Aviation & Technology/AFA	13.4	−14.9	1.2	71	−23	4.75	1.23p
D	D	National Growth Fund/National Secs	10.3	−10.3	2.5	58	−18	7.25	0.90
D	C	National Industries Fund/Sierra	11.2	−5.1	0.8	29	−11	none	1.65
		National Real Estate-Stock/National Secs	—*	−3.4	7.8	21	8	7.75	*1.43p*
D	B	National Stock Fund/National Secs	15.1	−5.0	4.6	222	−3	7.25	0.74
		National Telecom & Technology/AFA	—*	−6.3	1.1	44	−24	4.75	1.63p
D	B	Nationwide Fund/Nationwide	14.2	−6.9	3.6	401	−14	7.50	0.63
C	A	Nationwide Growth Fund/Nationwide	18.8	−1.7	4.6	228	−3	7.50	0.66
• F	• D	Nautilus Fund/Eaton Vance	—*	−13.4	none	16	−25	4.75	1.78p
B	D	Neuwirth Fund/National Finl	14.8	−5.8	none	26	−16	none	1.69
		New Alternatives Fund/Accrued Eq	—*	−0.3	1.1	5	30	5.66	1.17
		New Economy Fund/American Funds	—*	−3.2	2.3	744	−23	5.75	*0.73*
D	A	New England Equity Income/New England	16.2	−6.0	2.3	51	6	6.50	*1.52p*
A	B	New England Growth Fund/New England	24.4	−7.7	none	487	3	6.50	*1.28*
B	B	New England Retire Equity/New England	18.5	−13.9	0.6	143	−6	6.50	*1.30*
A	B	New York Venture Fund/Venture	22.0	−0.9	2.7	166	−28	8.50	1.01
B	D	Newton Growth Fund/Newton	16.8	−10.6	1.3	38	−21	none	*1.20*
A	D	Niagara Share Corp/closed end	17.1	−6.1	2.2	193	−11	NA	1.00
		Nicholas Applegate Growth Equity/closed end	—*	−7.1	none	87	−10	NA	1.25
B	A	Nicholas Fund/Nicholas	21.6	0.6	3.2	1,148	−11	none	0.86

A stock fund is added to this list if it has at least $5 million in net assets and, if open-end, is at least 12 months old; a fund is dropped when its assets fall below $2 million. Stock funds are graded only if in operation since 7/31/82. Long-term average total return is for 2/28/78 to 6/30/88. Yield is last 12 months' income dividends divided by 6/30/88 net asset value; it may differ from "yield" as defined by the SEC. *Expense ratio is in italics if the fund has a shareholder-paid 12b-1 plan exceeding 0.1% (hidden load) pending or in force.* • Fund rated for two periods only; maximum allowable grade A. * Fund not in operation for full period. + Exchange fund, not currently selling new shares. p: Net of partial absorption of expenses by fund sponsor. b: Includes back-end load that reverts to fund. r: Includes back-end load that reverts to distributor. NA: Not applicable or not available. ** Formerly Mutual Beacon Growth Fund.

РИС. 13.9. Информация о финансовых показателях взаимных фондов

Для инвесторов публикуется разнообразная подробная информация о взаимных фондах. Обычно она приводится в форме легкообозримых таблиц, в которых сводятся данные о многочисленных фондах — так, как это показано в таблице рейтинга фондов журнала "Форбс". (*Источник: Forbes*, September 5, 1988.)

Комментарий научного редактора:

Присвоенный рейтинг показан в колонке 1 в соответствии с системой обозначений "Форбс". Самая высокая категория обозначена буквой *А* и далее в алфавитном порядке по мере снижения инвестиционных качеств акций взаимного фонда. Названия фондов или дистрибьюторов их акций приведены в колонке 2. В названиях фондов отражен их инвестиционный профиль. Причем, чтобы попасть в состав анализируемых компаний по критериям рейтинга "Форбс", взаимный фонд должен иметь чистые активы не ниже 5 млн. долл. и в случае фондов открытого типа функционировать не менее 12 месяцев. Если к моменту рейтингового анализа чистые активы фонда снижаются ниже 2 млн. долл., то его исключают из перечня.

Данные о совокупном доходе (3) показаны в трех измерениях: во-первых, как среднегодовая величина полной доходности, рассчитанная с учетом реинвестирования дивидендов и прироста капитала за 1978—1988 гг. (4); во-вторых, как доходность за последние 12 месяцев, рассчитанная с учетом всех источников доходов (прибыли) фонда (5); в-третьих, как доходность за 12 месяцев, рассчитанная только на основе дивидендов (6). Приведены характеристики чистой стоимости активов на дату рейтинга (7) и ее изменения (в % в 1988 г. по сравнению с 1987 г. (8)). Инвестор получает также информацию о максимальных ставках комиссионных за операции фонда с ценными бумагами (9), причем если фонд взимает плату по формуле "12(*b*) — 1", то в графе 10 его коэффициент затрат представлен курсивом. Для облегчения решений инвестору предложены и сопоставимые данные о доходности других инвестиционных инструментов; в данном случае — акций, включенных в индекс "Стэндард энд пур'з 500" (11), и акций фондов, включенных в составной индекс "Форбс" (12).

Что предлагают фонды

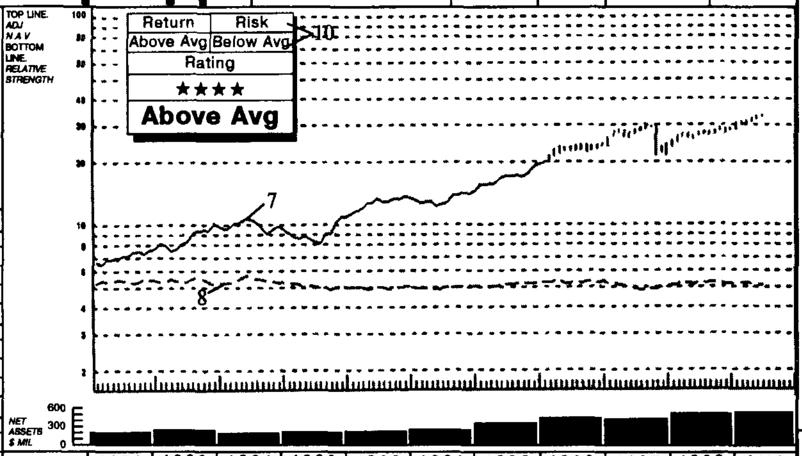
Идеальный взаимный фонд должен обеспечивать наибольший прирост капитала тогда, когда курсы ценных бумаг повышаются, полностью защищать капитал от потерь тогда, когда эти курсы снижаются, и всегда давать высокий уровень текущего дохода. Увы, такого фонда нет в природе. У каждого вкладчика есть свой круг задач, и точно так же у каждого инвестиционного фонда есть *круг задач*, свои *приемы работы*, свой *набор услуг*. Вот по этим трем параметрам мы и можем оценивать альтернативные варианты. Но где инвестору найти такую информацию? Прежде всего, конечно, в проспекте фонда (или в его бюллетене дополнительной информации), из которого можно получить сведения о целях помещения капитала, составе портфеля, управлении и итогах деятельности за последний период. Что можно найти в проспектах фондов, вы узнаете из очередной вставки "Проницательному инвестору". Кроме того, полезные сведения о взаимных фондах вы найдете в таких изданиях, как "Уолл-стрит джорнэл", "Бэррон'з", "Файнэншл уорлд" и "Форбс". В этих изданиях публикуется в удобной для пользователей форме самая подробная статистика о работе фондов и их рентабельности. Например, "Форбс" разрабатывает ежегодный рейтинг примерно 1500 фондов (выдержки из публикации за 1988 г. приведены на рис. 13.9), а "Бэррон'з" раз в квартал публикует подробный отчет об итогах деятельности одного из них. Есть и еще публикации: журналы "Мани" и "Чейнджинг таймс" каждый месяц печатают списки наиболее доходных фондов. И есть, разумеется, информационные бюллетени, в которых можно найти дополнительную информацию и оценки деятельности разнообразных фондов. Лучшие из них — это "Мьючуэл фанд вэльюз" (издание "Морнингстар"), выдержка из которого приведена на рис. 13.10, а также "Вайзенбергер инвестмент компаниз" (ежегодное издание с новыми данными за последний квартал) и "Донахью

MORNINGSTAR INC — MUTUAL FUND VALUES

Boston Co Cap App

Objective (2)	Load% (3)	Yield% (4)	Assets $mil (5)	N.A.V. (6)
Growth	None	1.3	546.4	34.31

1 — Boston Company Capital Appreciation Fund seeks long-term growth of capital. Current income is a secondary objective.
The fund invests primarily in common stocks of U.S companies. Management continuously studies trends in the various investment criteria thet it uses to select investment opportunities.
Foreign investments are limited to 10% of the fund's assets. The fund may also write covered put and call options on its securities, and purchase and write put and call options on stock indexes.
From 1947 to 1979, this fund was known as Johnston Mutual Fund.



11 — N.A.V.

	Mar31	Jun30	Sep30	Dec31	Yr End
1987	37.11	37.11	38.95	26.07	26.07
1988	26 6s	30.11	29.69	26.67	28.67
1989	31.01	32.66	--	--	--

12 — INCOME

	Mar31	Jun30	Sep30	Dec31	Total
1987	0.432	0.45	0.40	0.04	1.322
1988	0 03	0.12	0 13	0.31	0.59
1989	0.00	0.16	--	--	--

13 — CAPITAL GAINS

	Mar31	Jun30	Sep30	Dec31	Total
1987	0.164	0 00	0 00	5.20	5.364
1988	0.00	0.00	0.68	1.197	1.877
1988	0 00	0.00	--	--	--

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	6/89	
NAV	23.74	26.57	25.37	23.67	27.92	25.91	32.11	32.40	26 07	26.67	32.68	14а
TOTAL RETURN%	20.14	26.03	-3.64	13.61	23.96	6.68	34.96	22.46	0.27	19.69	14.56	14б
+ / -S&P500%	1.64	-4.19	1.44	-7.65	1 52	0.75	3.32	3.83	-4.95	3.16	-1.97	14в
TOTAL RETURN PERCENT RANK ALL FDS	52	43	66	s6	27	40	12	13	61	18	29	14г
TOTAL RETURN PERCENT RANK OBJ	81	75	56	85	37	15	17	6	62	27	56	14д
INCOME	0.97	1.29	1.11	0.81	0.64	0.69	0.74	0.50	1.32	0.59	0.16	14е
CAPITAL GAIN	0.00	0.27	1.07	3.37	0.62	2.91	1.56	5.80	5 36	1.68	0 00	14ж
EXPENSE%	0.72	0.68	0.77	1 07	0.96	1.00	0.96	0.95	0.95	---	---	14з
INCOME%	5 62	4.43	3.51	3.62	2.73	3.69	3.60	2.66	2.16	---	---	14и
TURNOVER%	54	39	49	96	47	26	59	37	46	---	---	14к
NET ASSETS $ MIL	202.0	227 3	196 2	212 9	238.1	259.7	389.6	453.2	432.6	520.0	546.4	14л

15 — PERFORMANCE/RISK

THRU 06/30/69

	TOTAL RETURN %	+ / - SP500%	PERCENT RANK ALL FDS	PERCENT RANK OBJ
3 MONTH	5.91	-2.68	56	7s
6 MONTH	14.56	-1.97	29	56
1 YEAR	16.06	-2.43	21	38
3 YR AVG.	11.34	-0.61	19	22
8 YR AVG.	21 06	1.03	6	6
16 YR AVG.	16.45	-0.43	29	46

15a

	MFV RISK PCT. RANK ALL	MFV RISK PCT. RANK OBJ	MFV RETURN	MFV RISK	MFV RISK-ADJ RATING
3 YR	57	23	1.56	0 64	★★★★
5 YR	46	10	1.46	0.70	★★★★★
10 YR	64	21	1.10	0.62	★★★★
Weighted Avg			1.30	0.79	★★★★

1 00=Equity Funds Avg

16

	а — ALPHA	б — BETA	в — R²	г — STD DEV
	-0.1	0 90	95	5.50
PCT RANK — д — ALL FDS	32	46	13	42
PCT RANK — е — OBJ	25	66	14	74

17 — ANALYSIS 03/10/89

Boston Company Capital Appreciation Fund manager Gerald Zukowski has no intention of fighting reality.

Although Zukowski would prefer to play industry themes, he's now building his portfolio on a stock-by-stock basis. Disinflation plays and cyclicals may each have had their moments, he says, but now the market's at an indecisive stage.

This doesn't mean that he's ignoring the takeover rage, however. Indeed, cash flow analysis is a major part of his stock selection process. Companies like Medtronic, a pacemaker manufacturer with a dominant market share and enough cash flow to support a buyout, are attractive to him from both earnings and M&A standpoints. Forty percent of the fund's investments qualify as "dual takeover/earnings plays."

Other favorite picks include: SLMA, which Zukowski likes because of its dominance of the student loan market (banks lose money when they enter the field); Archer-Daniels, a well-run food processor that may get entrance to the huge Soviet market; and American Family, a financial with "beautiful earnings" in its Japanese operations.

These is one exception to the otherwise themeless portfolio: the fund owns 12 puper stocks. Zukowski, who loves the industry, expects U.S. paper companies to show surprising recession resistance.

The fund's current strategy may be complex, but the bottom line isn't: since Zukowski took control in 1983, this fund has been a five-star performer in a tough growth-stock environment. We recommend it without hesitation.

18 — PORTFOLIO — NO OF STOCKS 157 — TOP 30 EQUITY HOLDINGS AS OF 07/07/89

SHARE CHANGE	AMOUNT	STOCK	VALUE $000	% NET ASSETS
	264000	WARNER-LAMBERT	25278	4.7
	465587	MAPCO	19120	3.6
	165000	IBM	16500	3.5
	544000	BROWNING FERRIS	16156	3 4
	120000	PHILIP MORRIS	16935	3.2
	249000	GTE	13650	2.6
	300000	EXXON	13275	2.5
	240000	GENERAL ELECTRIC	12750	2.4
	425000	MACDONALDS	12325	2.3
	232000	PITNEY-BOWES	10759	2.0
	228800	US AIR GROUP	10467	2.0
	132946	WELLS FARGO	10t20	1.9
	96860	MEDTRONIC	9922	t.9
	569332	AMER FAMILY	9180	1.7
	283795	ARCHER-DANIELS-MIDLAND	8407	1.6
	316700	COMDISCO	8075	1.5
	166000	SECURITY PACIFIC	7968	1.5
	101600	SEA CONTAINERS	7075	t.3
	120000	GENERAL DYNAMICS	7060	1.3
	262000	KEY	7008	1.3
	70000	DIGITAL EQUIPMENT	6702	1.3
	153000	GEORGIA-PACIFIC	6693	1.3
	156500	SLMA	6396	1.2
	90000	MERCK	6356	1.2
	83500	RAYTHEON	6335	1.2
	108000	BECTON DICKINSON	6t83	1 2
	136600	TANDY	6044	1 1
	258800	ROCKWELL INTL	5693	1 1
	100000	DAYTON-HUDSON	5187	1.0
	295006	JERRICO	5169	1.0

20 — OPERATIONS

1 Boston Place			
Boston		MA	02108
	800-225-5267		
ADVISER	Boston Company Advisers		
DISTRIBUTOR	Boston Co. Funds Distrib.		
PORTFOLIO MANAGER	Gerald Zukowski (1983)		
MGMT FEE	0.75% flat fee		
FEES	0.45%B		
TICKER	BCCAX	MIN INITIAL PURCHASE	1000
PHONE SWITCH	Yes	MIN SUBSEQUENT PURCHASE $	None
SHARE HOLDERS	35971	INCORPORATED	1947
SHARE HOLDER REPORT RATING	C-		

19a — PORT. STATS. 06/30/89

	PORT AVG	% OF STKS	REL S&P500
P/E	12.3	82%	0.92
PRICE/BOOK	2.5	85%	0 93
5YR EARN GROWTH	15 0	60%	t.15

19б — COMPOSITION 06/30/89

CASH	5.7	%
COMMON STOCKS	91.2	%
BONDS	2.9	%
PREFERREDS	0.0	%
CONVERTIBLES	0.2	%
OTHER	0 0	%

Percentile Ranks 1=Highest 100=Lowest. Except MFV RISK 1=Lowest 100=Highest

Although gathered from reliable sources, data accuracy and completeness cannot be guaranteed. Please remember that past performance does not guarantee future performance. ©1989 Morningstar, Inc 53 W Jackson Blvd., Chicago, IL 60604 (312) 427-1985

Page 144

REPRINTED BY PERMISSION. MORNINGSTAR INC. 53 W. JACKSON BLVD., CHICAGO, IL 60604, (312) 427-1985

Комментарий научного редактора:

В представленной выдержке обобщена существенная информация о взаимном фонде на примере "Бостон компани кэпитал эприсиэйшн фанд", которая начинается с краткого описания его инвестиционной стратегии (1). Само название фонда показывает, что преимущественное направление его деятельности — прирост капитала, а получение текущего дохода относится к второстепенным целям. Поэтому в качестве цели сформулирован рост (2), который является долгосрочной задачей в отличие от фондов агрессивного, спекулятивного роста. Фонд не устанавливает комиссионных за приобретение акций (3). В графах 4, 5, 6 приведены соответственно важнейшие финансовые показатели: доходность, объем активов, нетто-стоимость активов (за вычетом обязательств). Финансовые показатели проиллюстрированы и графически. Верхняя кривая (7) отражает относительную динамику нетто-стоимости активов за 1979—1989 гг., и одновременно абсолютные цифры в масштабе представлены на диаграмме под графиком (9). Нижняя кривая (8) очерчивает поведение показателя так называемого индекса относительной устойчивости. Данный индекс выражает темп снижения курса акций фонда, который им свойствен по отношению к другим акциям в условиях падающей конъюнктуры фондового рынка, либо, напротив, темп, которым курс данных акций растет относительно других акций при общем повышении курсов. Аналитики считают, что если акции устойчиво сохраняют стоимость в условиях снижения курсов других акций, то и на фазе подъема эта устойчивость сохранится. Результатом оценки финансового состояния фонде является также оценка соотношения риска и доходности, на базе которой выведен рейтинг надежности фонда: доходность оценена выше средней, а риск ниже среднего, поэтому присвоенный рейтинг также выше среднего по отрасли (10).

Детальная картина финансовых показателей фонда дана в ряде следующих рубрик. Показатель нетто-стоимости активов фонда отражен в квартальном измерении в рубрике 11 за последние три года. На такой же основе представлены данные по прибыли (12), приросту капитала (13). Рубрика 14 — сводная таблица за 10 лет, в которой представлены: нетто-стоимость активов (14а), доходность активов (14б), отличия в процентах показателя доходности по данному фонду от индекса доходности "Стэндард энд пур'з 500" (14в). Приведено ранжирование по показателю доходности за конкретный рассматриваемый год в среднем всех фондов (14г), а затем данного фонда (14д), при этом самое высокое значение придано единице, а самое низкое равно 100. Сравнение этих категорий позволяет увидеть, что практически в каждом году за десятилетний период показатель по фонду "Бостон" ниже, чем средний по фондам. Отражены динамика прибыли (14е), прироста капитала (14ж), динамика затрат фонда в процентах (14з), динамика прибыли в процентах (14и), динамика показателя оборачиваемости активов (14к), совокупные активы (14л). Сравнительные показатели ранжирования доходности развернуты подробнее в рубрике 15 как средние за различные периоды от трех месяцев до 5 и 10 лет. Рубрика 15а знакомит с данными, на основе которых выведен рейтинг надежности, о котором речь шла выше. В рубрике 16 отражены рыночные характеристики акций данного фонда, и среди них параметр "альфа", выражающий изменение рыночного курса акций данного фонда в процентах (16а); фактор "бета", который является индексом систематического риска по данной компании (16б); R-квадрат, показывающий вклад общих рыночных процессов в изменение курсов акций данного фонда (16в); стандартное отклонение показателя доходности акций данного фонда (16г). По всем перечисленным рыночным характеристикам проведено ранжирование: в среднем по фондам (16д) и по данному фонду (16е) от 1 (самый высокий результат) до 100 (самый низкий результат).

РИС. 13.10. Информация для вкладчиков о некоторых взаимных фондах
Те из вкладчиков, кто ищет более детальную информацию о характере операций с ценными бумагами и рыночных показателях акций тех или иных взаимных фондов, могут без труда найти все, что им нужно, на страницах периодических изданий, таких, как "Мьючуэл фанд вэльюз" ("Морнингстар"), "Инвестмент компаниз" ("Вайзенбергер"), "Донахью мьючуэл фанд элманак" (*Источник: Morningstar,* Inc., *Mutual Fund Values,* 1989.)

Рубрика 17 содержит анализ практики портфельного управления, свойственной его финансовому менеджеру. В рубрике 18 даны характеристики портфеля фонда, где представлены стоимость и удельный вес в активах фонда 30 акций самых лучших эмитентов. Более подробно финансовые характеристики портфеля приведены в рубрике 19а: показатель "кратное прибыли" (*P/E*) по портфелю в среднем и в сравнении со средней по акциям, вошедшим в индекс "Стэндард энд пур'з 500"; коэффициент "кратное балансовой стоимости акции" в таком же измерении; темп роста прибыли в среднем за 5 лет по портфелю и в сравнении с акциями, включенными в "Стэндард энд пур'з 500". Структура портфеля фонда отражена в рубрике 19б. Наконец, завершает обзор информация о требованиях фонда к ведению операций с акциями для акционеров (20).

мьючуэл фанд элманак" (недорогой ежегодник, содержащий разнообразные статистические данные о деятельности и доходности фондов). Опираясь на подобные источники, инвесторы могут получить информацию о целях помещения капитала, комиссионных надбавках и ставках оплаты расходов за год, а также аналитические справки о портфелях, сведения об услугах, более раннюю статистику и данные о прибылях за прежние годы (см. приложение А).

Как отсекать ненужные варианты

На этой стадии, когда инвестор сверяет информацию об имеющихся фондах со своими инвесторами, выбор превращается в процесс отсечения лишнего. Очень много можно отсечь просто из-за несоответствия интересам. Одни фонды слишком рискованны, другие не годятся для сохранения капитала. Поэтому вместо того, чтобы давать оценку всем 2700 фондам, можно просто вычеркнуть их из списка, оставив два-три *типа* фондов, наиболее отвечающих поставленным задачам. Далее можно еще немного сократить этот список, введя некоторые новые ограничения. Например, если мы хотим экономить на затратах, то можем оставить только фонды "без нагрузки", или с небольшой надбавкой, или только те, которые предоставляют интересующие нас услуги. Наконец, введем последний по счету (но отнюдь не по важности) критерий: *уровень доходности инвестиций в фонды.* Для этого нужно знать: 1) доходность фонда за определенный период; 2) доходность при высокой и низкой рыночной конъюнктуре; 3) уровень дивидендов и распределяемых курсовых доходов (прироста капитала); 4) степень инвестиционной стабильности фонда за длительное время. Взвешивая эту информацию, мы найдем лучшее для нас — те фонды, которые не только отвечают нашим интересам в качестве инвесторов и предоставляют необходимые услуги, но и обеспечивают приличную доходность на вложенные средства. А когда вы будете интересоваться доходностью, не поленитесь проверить, какая у фонда *структура комиссионных.* Остерегайтесь тех, которые берут неоправданно много за управление, так как с течением времени это может сказаться на ваших доходах, поскольку в этом случае вознаграждения и платежи берутся из года в год независимо от итогов деятельности фонда. К вашему сведению приводим следующие данные о *средних годовых коэффициентах фондов* за 1988 г.: для фондов, *работающих с акциями,* они составляли от 1 до $1^1/_2$% стоимости активов, находящихся под управлением (естественно, чем больше фонд, тем больше и его операционные расходы); для *фондов, работающих с облигациями,* — около 1%; для *фондов денежного рынка* — в среднем от $^3/_4$ до 1%.

Обратите внимание на то, что раньше большое значение в процессе принятия решений придавалось *показателям деятельности за прошлые годы*. Сейчас же в процессе принятия решений не придается большого значения прошлому, в конце концов, важно только будущее. Действительно, *будущая доходность* — это ключевая переменная, которая и определит успехи фонда, но тем не менее для того, чтобы вынести суждение о том, насколько удачно могут действовать менеджеры фонда, нужно очень внимательно отнестись к результатам прошлых инвестиций. В принципе, успешная работа взаимного фонда очень сильно зависит от *квалификации его менеджеров*. Поэтому, решаясь вложить деньги во взаимный фонд, ищите такой, который всегда имеет хорошие показатели независимо от колебаний конъюнктуры в течение *длительного* периода (не меньше пяти лет). Самое важное — убедитесь в том, что те же самые люди продолжают управлять этим фондом. Конечно, прежние успехи не являются гарантией будущих, но сильная команда финансовых менеджеров может сделать немало, чтобы поддержать уровень доходности фонда.

Показатели доходности

В процессе выбора взаимного фонда, как и в принятии любого инвестиционного решения, важнейшую роль играют показатели доходности вложений. Существенные аспекты доходности — это уровень дивидендов, выплачиваемых фондом, прирост курсовой стоимости и общий прирост его капитала. Именно по этим показателям инвестор может судить о том, как данный фонд распоряжается полученными средствами, и оценивать его акции по сравнению с акциями других фондов и с другими финансовыми инструментами. Посмотрим, какими показателями могут руководствоваться инвесторы для измерения доходности своих вложений; кроме того, рассмотрим риск, поскольку он является важным параметром инвестиционного поведения.

Источники дохода, получаемого инвестором

Существует три источника потенциального дохода от акций фонда открытого типа: 1) доход, выплачиваемый в виде дивидендов; 2) распределение прироста капитала (курсовых доходов) на акцию; 3) изменение чистой стоимости активов фонда. Относительное значение того или иного источника может быть различным в зависимости от типа фонда. Мы обычно рассчитываем на то, что, например, фонды акций будут выплачивать доход чаще в виде дивидендов и реже в виде распределения курсовых доходов. Взаимные фонды регулярно публикуют отчеты, в которых даются суммарные сведения о показателях доходности вложений. Пример *Отчета о прибыли на акцию и изменении стоимости капитала* приведен на рис. 13.11. Эта сводка (а они обычно публикуются в проспектах или годовых отчетах фондов) содержит краткое описание инвестиционной деятельности фонда, включая коэффициент затрат взаимного фонда (доли операционных затрат фонда в активах) и коэффициент оборачиваемости ценных бумаг портфеля. В данном случае интересен первый раздел отчета (*от инвестиционного дохода до чистой стоимости активов на конец года*, т.е. строки 1—9), в нем приводятся размер дохода, выплачиваемого в виде дивидендов, и сумма курсовых доходов, распределенных среди акционеров, а также изменения в стоимости чистых активов фонда.

ПРИБЫЛЬ В РАСЧЕТЕ НА АКЦИЮ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ КАПИТАЛА
(для акций, находящихся в обращении в течение года)

		1989 г.	1988 г.	1987 г.
	ПРИБЫЛЬ И ЗАТРАТЫ (в долл.)			
	1. Прибыль от инвестиций	0,76	0,88	0,67
	2. Минус затраты	0,16	0,22	0,17
	3. Чистая прибыль от инвестиций	0,60	0,66	0,50
Дивиденды →	4. Дивиденды из чистой прибыли от инвестиций	(0,55)	(0,64)	(0,50)
	ИЗМЕНЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ КАПИТАЛА			
	5. Чистые реализованные и нереализованные курсовые доходы (или убытки) от сделок с ценными бумагами	6,37	(1,74)	3,79
Распределение курсовых доходов →	6. Распределение реализованных курсовых доходов (прироста капитала)	(1,75)	(0,84)	(1,02)
Изменение чистой стоимости активов →	7. Нетто-прирост (уменьшение) чистой стоимости активов*	4,67	(2,56)	2,77
	8. Чистая стоимость активов на начало года	24,47	27,03	24,26
	9. Чистая стоимость активов на конец года	29,14	24,47	27,03
	10. Коэффициент операционных затрат (отношение операционных затрат к среднегодовой чистой стоимости активов)	1,04	0,85	0,94
	11. Коэффициент доходности активов (отношение чистой прибыли от инвестиций к среднегодовой чистой стоимости активов)	1,47	2,56	2,39
	12. Коэффициент оборачиваемости портфеля** (в %)	85	144	74
	13. Количество акций в обращении на конец года (в тыс.)	10 568	6268	4029

* *Нетто-прирост (уменьшение) чистой стоимости активов* (строка 7 = строка 3 — строка 4 + строка 5 — строка 6). Например, в 1989 г. нетто-прирост чистой стоимости активов определяется как 0,60 долл. – 0,55 долл. + 6,37 долл. – – 1,75 долл. = 4,67 долл.

** Коэффициент оборачиваемости портфеля — показатель, связывающий число акций, проданных и купленных фондом в течение года, с общим числом акций, находящихся в портфеле фонда. Высокий оборот (например, свыше 100%) означает, что фонд провел большое количество сделок.

РИС. 13.11. Сводка данных о прибыли и изменении величины капитала
Доход (прибыль) взаимного фонда складывается из: 1) прибыли от инвестиций (чистой), полученной в форме выплаты дивидендов и процента; 2) реализованного и нереализованного курсового дохода, который фонд получил от своих операций с ценными бумагами.

Дивидендный доход — *это доход, полученный в результате распределения дивидендов и процентов на ценные бумаги из портфеля взаимного фонда.*

Дивидендный доход возникает из дивидендов и процентов на ценные бумаги, которые держит взаимный фонд. Он выплачивается из *чистого дохода от инвестиций*, который остается после оплаты всех операционных издержек фонда. Когда фонд получает дивиденды или процентные доходы на финансовые активы из портфеля, он выплачивает их вкладчикам в форме дивидендного дохода. Фонд аккумулирует весь текущий доход, полученный за тот или иной период, и выплачивает его по пропорциональной шкале. Например, если в течение данного квартала фонд заработал, допустим, 1 млн. долл. в виде дивидендов и процентов и у него в обращении находится 1 млн. акций, то на каждую акцию за квартал будет причитаться 1 долл.

Распределение курсовых доходов — *это выплата вкладчикам взаимного фонда доли в курсовых доходах (приросте капитала), которые фонд получает при продаже ценных бумаг из своего портфеля.*

Распределение курсовых доходов делается по такому же принципу, однако источником этого дохода являются курсовые доходы, полученные фондом. Вот как это получается. Предположим, фонд купил год назад некие акции по 50 долл. за штуку и сейчас продал их по 75 долл. Следовательно, фонд получил курсовой доход в 25 долл. на каждую акцию. Если у него было 50 000 таких акций, то он создал курсовых доходов на 1 250 000 долл. (25 долл. × 50 000 = 1 250 000 долл.). Допустим, что фонд выпустил в обращение к настоящему времени 1 млн. собственных акций. Тогда на каждую акцию будет выплачено 1,25 долл. в форме распределения курсовых доходов. Обратите внимание на то, что распределение курсовых доходов относится только к *реализованной* их части, т.е. происходит только в том случае, когда ценные бумаги действительно проданы и прирост их курсовой стоимости получен на самом деле.

Нереализованный прирост капитала, или нереализованные курсовые доходы, — *это прирост, полученный только "на бумаге", иначе говоря, нереализованный, пока активы фонда не проданы; его называют также "бумажной" прибылью.*

Нереализованный прирост капитала, или нереализованные курсовые доходы, иначе говоря, "бумажная" прибыль, — это третья и последняя составляющая в доходах взаимного фонда. Когда курсы ценных бумаг, которые держит фонд, растут, соответственно растет и стоимость чистых активов фонда. Предположим, что инвестор покупает акции фонда по 10 долл. за штуку, а какое-то время спустя эти акции котируются уже по 12,50 долл. Разница в 2,50 долл. — это нереализованный прирост капитала, или курсовой доход ценных бумаг, в которые вложены средства фонда. Он представляет собой ту прибыль, которую вкладчики получили бы, если бы фонду пришлось продать свой портфель. (В реальности, как показано на рис. 13.11, прирост чистой стоимости активов может состоять также из *невыплаченных дивидендов*.)

Доход на акции фонда *закрытого типа* получается из тех же самых трех источников плюс четвертый: изменения в сумме дисконта или премий. Поскольку акции инвестиционных фондов закрытого типа продаются таким же образом, как и любые обыкновенные акции, их курс редко соответствует чистой стоимости тех активов, которые они представляют. Как правило, они продаются или дешевле (с дисконтом), или дороже (с премией) чистой стоимости активов. А эти дисконты и премии со временем изменяются (так как меняются текущие курсы акций фонда. — *Прим. науч. ред.*), что соответственно отражается и на доходе, который получают вкладчики. Дело в том, что все изменения дисконта и премии реально сказываются на рыночном курсе пая. Поскольку эти скидки и надбавки уже содержатся в текущем курсе акций фонда, для фондов этого типа третья составляющая доходов (изменение курса акций фонда) определяется не только изменением чи-

стой стоимости активов, в которые вложены средства фонда, но и изменениями в дисконтах и премиях (что связано с принципами их учета. — *Прим. науч. ред.*).

Что можно сказать о будущей доходности?

Вне всякого сомнения, краткий отчет наподобие того, что мы видим на рис. 13.11, может быть использован для формирования представления о доходности фонда в прошлом. К сожалению, прежние результаты и перспективы на будущее — совсем не одно и то же. Вам представляется, что нужно оценить будущие значения тех трех составляющих, о которых говорилось выше. Но вся проблема состоит в том, что когда речь идет о будущей доходности взаимного фонда, то крайне трудно составить четкое представление о будущих размерах дивидендов, курсовых доходах и чистой стоимости активов. Дело в том, что доходность вложений в акции взаимного фонда прямо привязана к *будущему состоянию его портфеля ценных бумаг*, которое практически не поддается прогнозированию. Это совсем не равнозначно прогнозу движения курса акции какой-нибудь одной фирмы, на которую вы сделали ставку. Доходность вложений в акции взаимных фондов зависит от поведения многих самых разных акций и облигаций.

Итак, что же делать, чтобы заглянуть в будущее? Те, кто следит за конъюнктурой рынка, обычно говорят, что следует прежде всего держать под наблюдением сам рынок, особенно важно не упускать из виду *общую тенденцию на рынке в целом*. Это важно по той причине, что акции взаимного фонда с хорошо диверсифицированными активами отражают именно общую тенденцию рынка. Поэтому если вы чувствуете, что в целом конъюнктура рынка идет вверх, то это обещает хорошие перспективы для доходности инвестиций в акции взаимных фондов. Отметив это, не пожалейте усилий и проследите *фактическое движение* доходности тех акций, которые вы наметили в качестве объектов покупки. Дело в том, что, как мы уже говорили, показатели доходности за прошлые годы могут очень много рассказать о том, насколько хорошо финансовые менеджеры фонда умеют размещать средства. В принципе, ищите акции тех фондов, которые, на ваш взгляд, сумеют наилучшим образом использовать потенциальные возможности рынка.

Измерение доходности

Самый простой, но эффективный способ измерения доходности акций взаимных фондов — это анализ движения тех трех составляющих, о которых мы упоминали выше: выплаченных дивидендов, распределенных курсовых доходов и изменения стоимости чистых активов фонда. Эти показатели легко сводятся вместе по стандартной формуле расчета *доходности за период владения ценными бумагами*. Соответствующие расчеты можно продемонстрировать, пользуясь данными, приведенными на рис. 13.11. Обратившись к этим данным, мы увидим, что гипотетический фонд, работавший "без нагрузки", в 1989 г. платил в виде дивидендов по 55 центов в расчете на одну акцию и еще 1,75 долл. в порядке распределения курсовых доходов, а курс его акций составлял 24,47 долл. в начале года,

а к концу года поднялся до 29,14 долл. Поэтому показатели доходности выглядят следующим образом:

Курс акций фонда (чистая стоимость активов) на *начало* года (в долл.)	24,47
Курс акций фонда (чистая стоимость активов) на *конец* года (в долл.)	29,14
Нетто-прирост (в долл.)	4,67
Доход, полученный за год:	
выплаченные дивиденды (в долл.)	0,55
распределенные курсовые доходы (в долл.)	1,75
прирост чистой стоимости активов фонда (в долл.)	4,67
Совокупный доход (в долл.)	6,97
Норма доходности за период владения акциями фонда (совокупный доход/курс в начале года)	28,5%

Этот показатель очень просто рассчитать по стандартной формуле расчета доходности за период владения ценными бумагами. Он не только учитывает все основные составляющие дохода взаимного фонда, но удобен и как измеритель доходности акций фонда. Обратите внимание на то, что совокупная сумма дохода у нас составила 6,97 долл. и в расчете на начальный вклад, равный 24,47 долл. (курс акций в начале года), мы смогли получить доходность акций в 28,5%.

Но что происходит в том случае, когда дивиденды и распределяемые курсовые доходы реинвестируются в фонд? В таком случае инвестор вместо наличных денег получает новые акции. Показателем доходности за период владения ценными бумагами можно пользоваться и в этом случае, но придется еще учитывать, что вкладчик должен будет следить за теми акциями, которые он получит в результате реинвестирования. Для иллюстрации продолжим тот пример, который мы использовали, и предположим, что первоначально вкладчик приобрел 200 акций взаимного фонда. Кроме того, предположим, что он смог купить акции по программе реинвестирования по курсу в среднем 26,50 долл. В результате он получил 460 долл. в виде дивидендов и распределенных курсовых доходов [(0,55 долл. + 1,75 долл.) × 200], что дало ему право еще на 17,36 акции фонда (460 долл./26,50 долл.). При этом доходность за период владения акциями фонда будет отражать соотношение рыночной стоимости акций фонда в начале и в конце периода:

$$\text{Доходность за период владения акциями} = \frac{\left(\begin{matrix}\text{Число акций} \times \\ \times \text{ Курс в конце периода}\end{matrix}\right) - \left(\begin{matrix}\text{Число акций} \times \\ \times \text{ Курс в начале периода}\end{matrix}\right)}{(\text{Число акций} \times \text{Начальный курс})}.$$

Таким образом, за время владения акциями наш воображаемый вкладчик получит:

$$\text{Доходность за период владения акциями} = \frac{217{,}36 \times 29{,}14 \text{ долл.} - 200 \times 24{,}47 \text{ долл.}}{200 \times 24{,}47 \text{ долл.}} =$$

$$= \frac{6333{,}87 \text{ долл.} - 4894{,}0 \text{ долл.}}{4894 \text{ долл.}} = 29{,}4\%.$$

Как и в предыдущем примере, формула доходности за период владения акциями дает возможность сопоставить доходность данных акций с доходностью акций других фондов и других финансовых инструментов.

Иногда приходится делать оценку доходности акций взаимных фондов не за один год, а за более длительное время. Для такой задачи показатель доходности за период владения акциями может оказаться *непригодным*. Если временной горизонт инвестиций насчитывает несколько лет, то для измерения среднегодовой доходности акций придется применить стандартную формулу расчета *примерной доходности за ряд лет*, чтобы определить ставку наращения сложного процента. При этом данную формулу следует слегка модифицировать, а именно: *для того чтобы получить совокупную сумму среднегодового дохода, надо прибавить сумму распределенных курсовых доходов к сумме дивидендов*. Чтобы показать это на примере, вернемся к рис. 13.11. Предположим, что на этот раз мы должны определить среднегодовую доходность за полные три года (1987—1989 гг.). В этом случае мы увидим, что взаимный фонд выплачивал по своим акциям *среднегодовой* дивиденд в 56 центов на один пай [(0,55 долл. + 0,64 долл. + 0,50 долл.)/3], курсовые доходы распределялись по 1,20 долл. на акцию [(1,75 долл. + 0,85 долл. + 1,02 долл.)/3], а совокупный *среднегодовой* доход составил 1,76 долл. на акцию (1,20 долл. + 0,56 долл.). Исходя из того, что начальный курс *в 1987 г.* составлял 24,26 долл., а курс в конце периода, т.е. *в 1989 г.*, был равен 29,14 долл., мы получим примерную доходность акций (полную доходность. — *Прим. науч. ред.*) следующим путем:

$$\text{Примерная доходность акций за ряд лет} = \frac{\text{Совокупный среднегодовой доход} + \dfrac{\text{Курс акции на конец периода} - \text{Курс акции на начало периода}}{\text{Число лет владения}}}{\dfrac{\text{Курс акции на конец периода} + \text{Курс акции на начало периода}}{2}} =$$

$$= \frac{1{,}76 \text{ долл.} + \dfrac{29{,}14 \text{ долл.} - 24{,}26 \text{ долл.}}{3}}{\dfrac{29{,}14 \text{ долл.} + 24{,}26 \text{ долл.}}{2}} = 12{,}7\%.$$

Таким образом, взаимный фонд, показанный на рис. 13.11, обеспечивает своим вкладчикам в течение трех лет, которые нас интересуют, среднегодовую доходность примерно в 12,7%. Эта информация очень существенна как с точки зрения оценки доходности акций данного фонда, так и с точки зрения сравнения с доходностью других фондов и прочих финансовых инструментов. (Согласно последним предписаниям, введенным Комиссией по ценным бумагам и биржам, взаимные фонды будут обязаны публиковать стандартную отчетность о доходности за предыдущий период, включая данные о полной доходности с учетом сложных процентов (т.е. с учетом регулярного реинвестирования получаемых ими доходов. — *Прим. науч. ред.*), такого же типа, как полученный нами показатель примерной доходности. Точнее, публиковать такую информацию в обязательном порядке *не требуется*, однако если фонд приведет сведения о доходности в своих рекламных публикациях, то ему нужно будет дать их *полностью*, опираясь на принцип

полного раскрытия информации, т.е. с учетом как дивидендов и курсовой прибыли, так и всех приростов или уменьшений чистой стоимости активов за последний год, 5 или 10 лет.)

Проблема риска

В связи с тем что активы фондов весьма диверсифицированны, их вкладчики большей частью нечувствительны к тому уровню предпринимательского и финансового риска, который присущ любой отдельно взятой ценной бумаге. Но даже при большой диверсификации инвестиционная деятельность многих фондов все-таки несвободна от весьма значительного *рыночного риска*. Дело в том, что именно из-за большой диверсификации портфелей акции взаимных фондов зачастую отражают движение рынка в целом и, как мы уже упоминали, показывают доходность, близкую к средней на рынке. Паи некоторых, весьма немногочисленных, фондов (например, "золотых") защищены от рыночного риска (их динамика идет вразрез с рыночной). Однако акции большинства взаимных фондов — как закрытого, так и открытого типа — испытывают сильное воздействие рыночного риска. Инвесторы должны хорошо понимать, что общая динамика рынка отражается на доходности акций фонда, и учитывать это влияние при планировании своих вложений во взаимные фонды. Например, если конъюнктура рынка понижается и вы видите, что эта тенденция будет продолжаться, вам, скорее всего, следует вложить новый капитал в акции фондов денежного рынка и держать его там до тех пор, пока конъюнктура не пойдет вверх. А тогда уже вы вложите ваши деньги на более постоянной основе.

Риск следует учитывать и при оценке управленческих приемов самого фонда. Если фонд управляет портфелем в консервативном стиле, вы меньше рискуете потерять капитал, чем если бы имели дело с фондом, управляемым в агрессивном стиле. Очевидно, что, чем более спекулятивные цели ставят перед собой управляющие, тем менее стабильной будет чистая стоимость активов их фонда. Но в то же время консервативное управление портфелем не может полностью устранить влияние движения цен, так как ценные бумаги, находящиеся в портфеле, все равно несвободны от инфляции, движения процентных ставок и/или прочих видов рыночного риска. Но чем консервативнее будут стиль управления фондом и его инвестиционные цели, тем легче будет снижать этот риск и даже сводить его к минимуму.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Акции взаимного фонда дают право собственности на долю в управляемом портфеле ценных бумаг. К ним как инструменту инвестиций обращаются многие инвесторы, у которых нет времени, квалификации или желания управлять своими портфелями самостоятельно.
- С конца 70-х годов наблюдаются беспрецедентный рост численности вкладчиков в акции взаимных фондов и рост объема активов, находящихся под управлением их менеджеров.

- Вкладывая деньги в акции взаимного фонда, инвесторы пользуются такими труднодостижимыми для индивидуального вкладчика преимуществами, как высокий уровень диверсификации и высокая доходность. Кроме того, даже располагая ограниченными средствами, они могут действовать по собственному инвестиционному плану и пользоваться услугами, которые они больше нигде не получат.

- К недостаткам этого инструмента, с точки зрения вкладчиков, относятся высокие надбавки (комиссионные), а также большие вознаграждения менеджерам и за управление, которые приходится оплачивать ежегодно и независимо от доходности инвестиций.

- Инвесторы могут покупать либо акции фондов открытого типа, выпуск которых не подлежит ограничению, либо акции фондов закрытого типа с лимитированной эмиссией, обращающиеся на вторичном рынке так же, как и любые обыкновенные акции. Есть еще паи трастовых инвестиционных фондов, средства которых вложены в неуправляемые пулы ценных бумаг; многие из них выплачивают доход ежемесячно.

- Каждый фонд задает себе цель инвестирования собранных средств, и тип фонда определяется этой целью. К числу наиболее популярных относятся фонды роста, "агрессивного роста", фонды акций, "сбалансированные" фонды, а также фонды типа "рост и доход", фонды облигаций, взаимные фонды денежного рынка, фонды "с приманкой", "отраслевые" и "международные" фонды. Соотношение между доходностью и риском, которое варьирует в зависимости от типа фонда, является важной переменной, учитываемой при выборе фонда.

- Многие инвесторы покупают акции взаимных фондов не только в расчете на ожидаемый доход, но также в расчете на пользование рядом специальных услуг, таких, как возможность ведения индивидуальных программ добровольных сбережений и автоматического реинвестирования дивидендов, использования схем изъятия вложений, обмена своих акций на акции другого фонда без больших потерь и трансакционных издержек, выписывания чеков по своему вкладу, ведения индивидуальных пенсионных счетов.

- Вкладчики используют акции взаимных фондов для разнообразных целей: как для того, чтобы накопить крупную сумму за длительный срок, так и для того, чтобы зарабатывать высокую прибыль на спекулятивной купле-продаже и/или чтобы сохранить капитал от потерь.

- Вкладчики получают доход на вложения в акции взаимных фондов в виде выплаты дивидендов, распределения реализованных фондом курсовых доходов, а также нереализованного прироста капитала. Эти три составляющие учитываются в формулах доходности акций взаимного фонда за период владения и примерной доходности за ряд лет — простых и эффективных измерителях нормы годовой доходности вложений в акции инвестиционного фонда.

- Для вкладчиков взаимных фондов важны как доход, так и риск, и хотя они до некоторой степени ограждаются от предпринимательского и финансового риска широкой диверсификацией активов, рыночный риск

сохраняет для них свою силу, так как курс и доходность акций взаимных фондов в значительной степени зависят от поведения рынка в целом.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Что такое взаимный фонд? Расскажите об этом понятии. Почему такое большое значение придается диверсификации и профессиональному управлению?

2. Дайте краткое описание следующих терминов:

   а) инвестиционная компания закрытого типа;
   б) инвестиционная компания открытого типа;
   в) трастовый инвестиционный фонд.

3. В чем отличие фонда "с нагрузкой" от фонда "без нагрузки"? Есть ли какие-либо преимущества у того и другого? Что такое фонды с формулой "12*(b)* — 1"? Могут ли они работать по принципу фондов "без нагрузки"? Коротко расскажите о "пропуске на выход", о низкой и скрытой надбавках. Как можно определить, какого рода плату и комиссионные берет тот или иной фонд?

4. В чем преимущества и недостатки приобретения акций взаимных фондов?

5. Сравните покупку акций взаимных фондов с прямыми вложениями в обыкновенные акции и облигации. Кому следует покупать акции взаимных фондов и почему?

6. Пригодны ли акции взаимных фондов для сделок с первоначальным взносом (маржей) и продаж "без покрытия"?

7. Пользуясь котировками акций взаимных фондов, приведенными на рис. 13.6, ответьте, в какую сумму вам обойдется покупка каждой из них, а также сколько вы внесете по ним (в долларах и процентах) в качестве "пропуска на вход":

   а) "Фиделити селект-файнэншл сервисез" *(SIFnS)*;
   б) "Фидьюшери кэпитал" *(FiduCap)*;
   в) "Флексфанд ретайрмент гроус" *(RetGr)*;
   г) "Кемпер блю чипс" *(BluCh)*;
   д) "Файнэншл програм индастриэл инкам" *(Incom)*.

   Сколько вы выручите, продав эти акции? Какие из пяти перечисленных выше фондов берут вознаграждение по формуле "12*(b)* —1"? Какие из них берут "плату за выкуп"? Есть ли среди них фонды "без нагрузки"?

8. Коротко опишите следующие типы взаимных фондов:

   а) фонды "агрессивного роста";
   б) фонды акций;
   в) фонды типа "рост и доход";
   г) фонды облигаций;
   д) "отраслевые" фонды.

9. Чем привлекают вкладчиков так называемые фонды "с приманкой"? Чем отличаются вложения в них от вложений во все прочие разновидности взаимных фондов?

10. Из каждой пары фондов, перечисленных ниже, выберите *наименее* рискованный. Коротко объясните причину выбора:

    а) фонд роста — фонд типа "рост и доход";
    б) фонд акций — фонд корпоративных облигаций с высоким рейтингом;
    в) "сбалансированный" фонд — "отраслевой" фонд;
    г) "международный" фонд, работающий как "глобальный", — фонд "агрессивного роста";
    д) фонд среднесрочных облигаций — фонд высокодоходных муниципальных облигаций.

11. Что такое семейства фондов? Какие преимущества предоставляют они своим вкладчикам? Есть ли у них какие-либо минусы?

12. Если первоочередные цели взаимных фондов состоят в обеспечении дохода, росте и сохранении капитала, то зачем мы разделяем их на различные категории? Помогает ли это деление при выборе подходящего фонда?

13. Дайте перечень и краткую характеристику ряда услуг, предоставляемых взаимными фондами. Насколько следует учитывать эти услуги, выбирая фонд? Как действуют программы автоматического реинвестирования? Что такое "телефонный перевод" и для чего он может понадобиться вкладчику?

14. Укажите три способа использования акций взаимных фондов и опишите их.

15. Насколько важна общая тенденция фондового рынка для динамики курсов акций взаимных фондов? Почему так важно знать динамику курса акций взаимного фонда *в прошлом* при их выборе? Важно ли при этом иметь представление о его *будущей* динамике?

16. Дайте описание трех составляющих дохода на акции взаимных фондов и коротко расскажите о том, какое значение имеет каждая из них для формирования дохода вкладчика. Объясните, почему дисконты или премии фонда закрытого типа тоже можно рассматривать как часть этого дохода или вычет из него.

17. Год назад вкладчик купил 200 акций взаимного фонда по 8,50 долл. За прошлый год фонд выплачивал дивиденды по 90 центов на акцию и распределял курсовые доходы по 75 центов. Определите, сколько времени вкладчик держит эти акции, если предположить, что чистая стоимость активов этого фонда (а это фонд "без нагрузки") в настоящее время составляет 9,10 долл. в расчете на акцию. Определите, сколько времени акции находятся в собственности вкладчика, если предположить, что все дивиденды и курсовые доходы реинвестируются в покупку новых акций фонда по курсу 8,75 долл. за штуку.

18. Расскажите о различных видах риска, который могут нести владельцы акций взаимных фондов. Какой риск считается самым большим? Одинакова ли степень риска у всех взаимных фондов?

19. Год назад котировка акций фонда роста "Риалли биг" (чистая стоимость активов) составляла 21,90 долл., а курс предложения — 23,35 долл. Сейчас они котируются (чистая стоимость активов) по 23,04 долл. при курсе предложения в 25,04 долл. Какую доходность можно получить от этих акций за период владения при условии, что они были куплены год назад, а в течение года в форме дивидендов и распределенных курсовых доходов по ним было выплачено 1,05 долл.?

20. В течение пяти лет показатели (в долл.) акций взаимного фонда "Олл стейт" выглядели следующим образом:

	1989 г.	1988 г.	1987 г.	1986 г.	1985 г.
Чистый доход от инвестиций	0,98	0,85	0,84	0,75	0,64
Дивиденды, выплаченные из чистого дохода	(0,95)	(0,85)	(0,85)	(0,75)	(0,60)
Чистая реализованная и нереализованная прибыль (убыток) от сделок с ценными бумагами	4,22	5,08	(2,18)	2,65	(1,05)
Распределенная реализованная прибыль	(1,05)	(1,00)	—	(1,00)	—
Нетто-прирост (уменьшение) чистой стоимости активов	3,20	4,08	(2,19)	1,65	(1,01)
Чистая стоимость активов на начало года	12,53	8,45	10,64	8,99	10,00
Чистая стоимость активов на конец года	15,73	12,53	8,45	10,64	8,99

Определите среднегодовую норму доходности этих акций (фонд "без нагрузки") за пять лет (1985—1989 гг.). Подсчитайте также среднегодовую норму доходности за три года (1987—1989 гг.). Если вкладчик купил эти акции в 1985 г. за 10,00 долл. и продал их пять лет спустя (в 1988 г.) за 15,37 долл., какую доходность он получил бы по этим акциям, если бы держал их пять лет?

21. Пользуясь доступными источниками, выберите пять взаимных фондов, в которые вы вложили бы деньги, — по одному каждого типа: роста, акций, "международный" (работающий с акциями), "отраслевой" и высокодоходных корпоративных облигаций. Коротко расскажите, почему вы выбрали именно их, приведя данные о доходности акций для вкладчика за последний год и среднегодовую доходность за три последних года. (Покажите эти данные в виде таблицы, аналогичной показанной на рис. 13.11.)

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

13.1. Преподобный Робин подумывает о покупке паев...

Преподобный Робин — священник церкви в окрестностях Денвера. У него жена, маленький ребенок и скромный достаток. Религиозные организации не слишком щедры на пенсии, поэтому его преподобие решил, что нелишне будет скопить денег самому. Он хотел бы составить себе план сбережений в дополнение к церковной пенсии и в то же время отложить некую сумму на обучение ребенка в колледже (до этого момента пройдет еще примерно 12 лет). Ему не нужны очень высокие результаты, но нужен стабильный доход. Как ни скромны его доходы, он в состоянии, аккуратно ведя счет деньгам, откладывать по 125 долл. в квартал (а если повезет, то, может быть, и больше). Сейчас у него есть 2500 долл. на банковском депозите, и он хотел бы использовать эту сумму как начальное вложение. При тех целях, которые он перед собой ставит, он не склонен сильно рисковать. Что касается возможностей инвестирования, то, зная о существовании банковских сберегательных счетов и облигаций серии *EE* и немного о взаимных фондах, он просит совета у вас.

Вопросы

1. При тех долгосрочных целях, которые имеет в виду преподобный Робин, нужно ли ему обращаться к такому финансовому инструменту, как акции взаимных фондов?
2. Как вы думаете, следует ли ему вложить 2500 долл. в качестве стартового капитала во взаимный фонд?
3. Какой план инвестирования во взаимный фонд вы составили бы для его преподобия? Ответьте на вопрос и расскажите о тех типах фондов, которые вы рекомендовали бы выбрать, о том, как вы определили бы цели инвестирования и какими услугами вы пользовались бы при этом (например, расскажите о программах регулярного снятия денег со счета). Будете ли вы специально останавливаться на проблеме налогов?

13.2. Том Лазничка хочет пожить в свое удовольствие

Том Лазничка — вдовец. Недавно он ушел на пенсию после долгой и блестящей карьеры менеджера в крупной промышленной фирме на Среднем Западе. Свою карьеру он начал квалифицированным рабочим и дошел до уровня начальника цеха, проработав в этой фирме более 30 лет. Том получает пенсию за счет государственной программы социального обеспечения, а также солидную пенсию от фирмы. Его совокупный доход составляет более 1500 долл. в месяц (причем часть этой суммы, естественно, не облагается налогом). У них с женой не было детей, и Том живет один. Он имеет два дома: в одном живет, а другой, соседний, сдает, получая доход, который покрывает выплаты по закладным на оба дома. В течение многих лет Том и его покойная жена Камилла каждый месяц старались откладывать понемногу денег, и их бережливость дала поразитель-

ный результат: сумма ликвидных вложений Тома выражается шестизначной цифрой (его деньги вложены в депозитные сертификаты и лежат на банковских сберегательных счетах). До сих пор Том не трогал этих денег, давая им расти, не тратил их в дополнение к своим пенсиям и ренте от сдачи дома внаем. Теперь будет иначе. Том решил: "Чего ждать, пора мне пожить на широкую ногу!" Том хочет поездить по свету и пожить в свое удовольствие, в сущности, он хочет начать пользоваться плодами своих трудов. Поэтому он решил перевести 75 000 долл. с одного из своих сберегательных счетов в какой-нибудь один или два высокодоходных взаимных фонда. Ему хотелось бы получать от этого фонда (или фондов) по 1000 долл. в месяц, и как можно дольше, потому что он собирается жить долго.

Вопросы

1. Учитывая финансовые возможности Тома и те цели, которые он ставит перед собой, какого типа взаимные фонды, на ваш взгляд, ему нужно выбрать?
2. Есть ли в жизненной ситуации Тома какие-либо факторы, которые следует учитывать особо, и если да, то как они могут отразиться на программе его действий?
3. Какие услуги взаимных фондов, по вашему мнению, могут его заинтересовать?
4. Предположим, что Том вкладывает деньги в акции взаимного фонда, которые дают доходность в 10% годовых в виде дивидендов и распределенных курсовых доходов. Учитывая, что он рассчитывает получать от этого вложения по 1000 долл. в месяц, определите, сколько будет на его инвестиционном счете через пять лет. Сколько должно быть на счете, если фонд сможет обеспечивать среднегодовую доходность в 16% при прочих равных условиях? Насколько важна норма доходности акций фонда в ситуации Тома?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Bodnar, Janet. "Mutual Funds: How to Figure Your Real Return". *Changing Times*, April 1987, pp. 69—70.

Boroson, Warren. "The Best of Families". *Sylvia Porter's Personal Finance*, May 1989, pp. 35—41.

"A Close Look at Closed-End Funds". *Changing Times*, May 1987, pp. 87—92.

Kosnett, Jeff. "Sector Funds: How to Get a Piece of the Action". *Changing Times*, May 1987, pp. 26—32.

Schiffres, Manuel. "Loads vs. No-Loads: The Winner Is ..." *Changing Times*, February 1989, pp. 35—40.

Schurenberg, Eric. "When to Take the Money and Run". *Money*, November 1986, pp. 237—240.

Thomsett, Michael C. "Prospecting the Prospectus". *Sylvia Porter's Personal Finance*, June 1986, pp. 70—72.

Trotsky, Judith, and Fred W. Frailey. "A Dumb Way to Buy Mutual Funds". *Changing Times*, March 1989, pp. 59—63.

Walbert, Laura. "How to Pick a Mutual Fund". *Forbes*, September 7, 1987, pp. 162—164.

Wiener, Daniel. "The Risky Allure of Junk Funds". *U.S. News & World Report*, October 31, 1988, pp. 78—79.

Глава 14
Инвестиции в недвижимость

Изучив эту главу, вы сможете:

- Описать порядок формулирования целей инвестиций в недвижимость, включая способы учета их инвестиционных характеристик и ограничивающих факторов, возможные задачи и объем аналитической работы.
- Понять ключевые параметры, по которым определяется стоимость недвижимого имущества: спрос, предложение, характер собственности и процесс передачи имущественных прав.
- Рассказать о способах оценки, которыми обычно пользуются при определении рыночной стоимости недвижимого имущества.
- Понять, каким образом прогнозируется доходность инвестиций в недвижимость.
- Применить способы оценки недвижимого имущества к возможному объекту вложения средств и определить достоинства объекта.
- Рассказать о риэлторских инвестиционных фондах, риэлторских компаниях с ограниченной ответственностью и объяснить, чем они привлекают инвесторов.

Вложения в недвижимость являются хорошим способом диверсификации инвестиционного портфеля, а также получения благоприятного соотношения между риском и доходностью. В отличие от инвестиций в акции, облигации и опционы доходность инвестиций в недвижимость чрезвычайно сильно зависит от решений, связанных с управлением недвижимым имуществом. В этой сфере вам придется решать такие вопросы, как: сколько брать за аренду? сколько тратить на техническое обслуживание и ремонт? где и как размещать рекламу? на каких условиях заключать договоры о покупке, аренде, продаже? Возможность получения ожидаемой прибыли прямо зависит от решения этих, а также других подобных вопросов. Поэтому вложение средств в недвижимость — это больше, чем "удачная покупка" или "удачная продажа", это еще и умелое управление собственностью! Аналитический аппарат, который содержится в данной главе, во-первых, поможет вам научиться разбираться в ценах, по которым покупается недвижимость; во-вторых, даст руководство к выработке многочисленных решений, которые придется принимать в оперативном порядке. Только учитывая оба эти условия, вы можете рассчитывать на максимальные результаты. Теперь перейдем к анализу процесса инвестиций в недвижимость и начнем с вопроса о целях.

Личная недвижимость — *это вид недвижимого имущества, к которому относятся коттеджи на одну семью, кондоминиумы (дома-совладения), кооперативы и городские особняки.*

ПОСТАНОВКА ЦЕЛЕЙ ИНВЕСТИЦИЙ В НЕДВИЖИМОСТЬ

Постановка целей предполагает три шага. Во-первых, вы должны сравнить между собой инвестиционные характеристики различных видов недвижимого имущества. Во-вторых, вы должны установить цели и необходимые ограничения для себя. В-третьих, вы должны определить, что именно вам нужно узнать о будущей покупке.

Инвестиционные характеристики

Вложения в отдельные виды недвижимости различаются между собой даже больше, чем отдельные люди. Вы не станете жениться, не имея представления о том, с какой женщиной можете быть счастливы, и точно так же вы не будете искать недвижимость для покупки, не имея понятия, что именно вам нужно. Чтобы принять разумное решение, вам придется: 1) выбрать один из имеющихся видов недвижимого имущества; 2) решить, купите ли вы его за полную стоимость или в кредит.

Недвижимость, приносящая доход, — *это вид недвижимого имущества, сдаваемого в аренду, например многоквартирные дома, конторские здания и помещения торговых центров, приносящие своим владельцам рентный доход в той или иной форме.*

Виды имущества

Для удобства изложения разделим недвижимое имущество на три категории: личная недвижимость, недвижимость, приносящая доход, и спекулятивная недвижимость. К **личной недвижимости** относятся коттеджи на одну семью, кондоминиумы, кооперативы и городские особняки; в категорию **недвижимости, приносящей доход**, входит недвижимость, сдаваемая в аренду, например коттеджи на несколько квартир, многоквартирные дома, конторские здания, помещения торговых центров; к **спекулятивной недвижимости**, приобретаемой с целью перепродажи, обычно относят земельные участки и постройки специального назначения, например церковные здания, бензозаправочные станции и пр.

Спекулятивная недвижимость — *это вид недвижимого имущества с самой неопределенной перспективой в смысле доходности. К этому виду обычно относятся земельные участки и постройки специального назначения, например церковные здания и бензозаправочные станции.*

С точки зрения риска и доходности безопаснее всего вкладывать деньги в личную недвижимость. Если не иметь в виду рыночные бумы, подобные

происходившим недавно во многих городах шт. Техас, то следует сказать, что раньше личная недвижимость, как правило, была свободна от риска обесценения, а вложенный в нее капитал сохранялся и даже возрастал умеренным темпом — на 3—8% в год. Что касается недвижимости, приносящей доход, то она может обесцениваться больше, чем личная недвижимость, но и стоимость ее может расти быстрее. Владелец может нести убытки в связи с небрежностью арендаторов, в результате превышения предложения над спросом на аренду помещений, а также при неудачном управлении. В то же время рента от сдачи недвижимости внаем будет увеличиваться по мере роста численности населения, при повышении цен на дома, а некоторые инвесторы будут получать прибыль от снижения величины налогооблагаемого дохода.

Недвижимость, приобретаемая в спекулятивных целях, как следует из названия этой категории, дает своим покупателям одновременно шанс крупно нажиться и возможность много потерять. Это ее свойство обычно связано с высоким уровнем неопределенности. Например, если вдруг поползут слухи о том, что на окраине города собираются строить новый завод стоимостью во много миллионов долларов, то на рынке сразу же появятся желающие купить землю и цены на нее взлетят. Если вовремя купить и перепродать участок, то можно заработать доход в несколько сотен процентов, а порой и больше. Но те, кто придет на этот рынок слишком поздно, а также те, кто пропустит момент перелома конъюнктуры, потеряют бóльшую часть того, что успели вложить. Как видите, прежде чем вкладывать деньги в недвижимость, следует определить, какого рода риски связаны с тем или иным видом имущества, и решить для себя, какой риск вам будет по карману.

За счет собственного или заемного капитала

В данной главе, говоря об инвестициях в недвижимость, мы рассматриваем этот инструмент с точки зрения собственного капитала. Кроме того, частные лица могут вкладывать деньги в долговые финансовые инструменты, связанные с недвижимым имуществом, например покупать закладные или договоры траста. Обычно такие долговые инструменты обеспечивают вполне надежный доход, если заемщики (т.е. эмитенты долговых ценных бумаг. — *Прим. науч. ред.*) обеспечивают не менее 20% стоимости заложенного имущества собственным (акционерным) капиталом (доля долга должна составлять не более 80% стоимости залога*). Это условие обеспечивает кредитору, ссужающему деньги под залог недвижимости, некоторый уровень безопасности на случай форс-мажорных обстоятельств. Когда владельцы имущества продают его, им часто предлагают отозвать условие о частичном покрытии стоимости залога собственным капиталом. Если они готовы принять такое условие, то это поможет им продать свой объект недвижимости быстрее и по более высокой цене. Правда, даже при том, что согласие на это условие дает владельцам недвижимости некоторые преимущества при продаже, не следует принимать данное условие до тех пор, пока не установлена кредитоспособность покупателя, а также не определен коэффициент ипотечной задолженности, требуемый для обеспечения определенного желаемого уровня безопасности инвестиций.

* Имеется в виду коэффициент ипотечной задолженности. (*Прим. науч. ред.*)

Ограничения и цели

Если вы решили вложить деньги в недвижимость, перед вами открывается выбор из нескольких вариантов. Имея это в виду, вы должны будете сформулировать свои цели и ограничения как финансового, так и иного характера.

Финансовые ограничения и цели

Одно из финансовых ограничений состоит в определении приемлемого соотношения риска и доходности инвестиций. При этом вам придется решить, какую долю инвестиционного портфеля вы хотите связать с недвижимостью, т.е. сколько вы хотите вложить в этот вид инструментов — 1000, 10 000 или 50 000 долл.? Далее, вы ставите финансовую цель, причем имеющую количественное выражение. Обычно этой финансовой целью является или определенная величина *чистой приведенной стоимости** (иногда ее называют дисконтированным потоком денежных средств), или приблизительная доходность. Кроме того, некоторые инвесторы учитывают период окупаемости вложения, соотношение потока денежных средств первого года и суммы вложений. Далее в этой главе мы покажем, как применять эти ограничения на примере покупки жилого дома "Академик армз".

В последние годы на книжном рынке появились и стали бестселлерами несколько книг на тему о том, как разбогатеть на операциях с недвижимостью. Как правило, эти книги содержат практические рекомендации по поводу того, как финансировать сделки и оценивать недвижимость. Следует сказать, что обычно они завоевывают читателя именно простотой описанных в них приемов. И здесь мы должны предупредить вас: будьте осторожны. Чтобы удачно поместить деньги в недвижимость, вам надо будет выработать свои критерии, основанные как на собственных требованиях, так и на местных рыночных условиях. Те практические рекомендации, которые оправдали себя в шт. Южная Калифорния, могут довести до банкротства в шт. Иллинойс.

Нефинансовые ограничения и цели

Даже если вы хотите вкладывать деньги в недвижимость в расчете на денежный доход, вам придется считаться с тем, насколько ваши технические познания, темперамент, умение что-то делать и управленческие способности соответствуют тому, что потребует от вас имущество. Вам хочется купить престижный дом и не иметь с ним никаких хлопот? Или вам больше хочется чего-то такого, к чему можно будет применить ваше мастерство и воображение? Захотите ли вы жить в одном доме с вашими арендаторами (если вы купили коттедж на четыре квартиры) или вы предпочли бы входить с ними в контакт как можно реже? Вы не станете выбирать себе работу, исходя

* Чистая приведенная стоимость рассчитывается как разность между суммой приведенной стоимости всех будущих притоков денежных средств, ожидаемых инвестором от активов, в которые он вложил капитал, и суммой приведенной стоимости оттоков денежных средств (включая первоначальные инвестиции). Этот оценочный показатель полностью зависит от того, как инвестор или аналитик представляет себе уровень риска инвестиций и требуемую для вознаграждения за этот риск норму доходности. Данная ставка доходности будет использована как ставка дисконтирования для расчета приведенных стоимостей. *(Прим. науч. ред.)*

только из соображений заработка, и точно так же вам не стоит покупать недвижимость только ради дохода.

Схема анализа

Схема анализа, предлагаемая в настоящей главе для инвестиций в недвижимость, может помочь в оценке инвестиционного потенциала объекта. Но перед тем как приступать к оценке по существу, необходимо установить точные условия покупки и получить точное ее описание. Для этого необходимо сделать четыре шага: 1) получить полные сведения о данной недвижимости; 2) определить объем прав собственности на нее; 3) оценить временной горизонт вашего капиталовложения; 4) определить границы пространства, к которому оно будет привязано.

Физическое имущество

Личное имущество — *это имущество, которое не связано с недвижимым имуществом сколь-нибудь постоянно.*

Приобретая недвижимость, убедитесь в том, что вы действительно покупаете именно то, на что рассчитываете, как по количеству, так и по качеству. У вас будут серьезные проблемы, если вы не сумеете получить на руки план участка, не будете располагать точными данными о площади и объеме строений, а также данными обследования на предмет обнаружения дефектов, таких, как зараженность муравьями, наличие вредных строительных материалов, сухой гнили или негодной электропроводки. Кроме того, в большинстве сделок с недвижимостью в ее состав далеко не всегда автоматически входит **личное имущество** — то, что в общих чертах можно определить как предметы, которые не обязательно должны постоянно находиться в будущем доме. Вы можете купить дом или квартиру, думая, что вам продали жилье с кондиционерами на окнах, с занавесками, холодильником и каминной решеткой. А потом вы обнаружите, что ничего этого нет. Подписывая контракт о покупке недвижимости, убедитесь, что в нем содержатся точное описание объекта и перечень всего личного имущества, которое вы хотели бы получить.

Объем прав собственности

Как ни странно, покупая недвижимость, вы на самом деле приобретаете совсем не физический объект. Вы "покупаете" юридические права, которые не только ограничивают способы получения благ от пользования объектом, но и устанавливают определенный круг обязательств. Эти права и обязательства на языке юристов имеют такие названия, как договор, титул, сервитут, право удержания и др. Люди, купившие недвижимость, очень часто обнаруживают, что они не получили корректного титула и теперь не могут пользоваться имуществом так, как хотели. Вкладывая деньги в недвижимость, убедитесь не только в том, что она проверена на предмет наличия муравьев, вредных материалов, водопровода и канализации, состояния стен, крыши, перекрытий и электропроводки, но и в том, что сделка проверена грамотным юристом. Соглашения о продаже и аренде недвижимости не должны составляться любителями.

Временной горизонт

Цены на недвижимость движутся то вверх, то вниз, как на "американских горках". Иногда они медленно, но верно меняются под действием рыноч-

ных сил, но бывает и так, что летят вниз со скоростью, от которой инвестор просто теряет голову (и деньги). Прежде чем прогнозировать рост или снижение цены на будущий объект, подумайте о том, на какой срок вы хотите его купить. Те, кто покупает имущество надолго, не слишком обращают внимание на колебания цен из месяца в месяц. Инвесторы-спекулянты, напротив, едва подписав контракт, ищут, как бы скорее заработать на нем. Поскольку фактор времени оценивается по-разному, постольку инвесторы, приобретающие недвижимость, очень по-разному относятся к конкретным условиям спроса и предложения. Те, кто вкладывает деньги в недвижимость на короткий срок, делают ставку на скорое падение процентных ставок по закладным и ждут повышения рыночной конъюнктуры. Инвестор, купивший недвижимость на долгий срок, будет больше интересоваться возможным приростом населения в своем районе.

Расположение в пространстве

Недвижимость — это товар, существующий в пространственном измерении, а это означает, что его ценность прямо связана с тем, что творится вокруг. Для некоторых видов недвижимости первостепенное значение имеет ситуация в близлежащих кварталах, а в других случаях при оценке потенциального рынка приходится брать во внимание территории в несколько сотен и даже тысяч миль. Например, процветание магазина, торгующего товарами повседневного спроса (типа магазинов "7—11"), зависит от того, что происходит в 6—12 кварталах вокруг магазина. А большие торговые центры, такие, как "Омни" в Майами, шт. Флорида, "Хортон Плаза" в Сан-Диего, шт. Калифорния, обслуживают покупателей, живущих за сотни и тысячи миль. Из-за того, что при определении размеров рынка так важны пространственные различия, прежде чем вы займетесь анализом условий спроса и предложения недвижимости с точки зрения ее эффективного использования, вам придется очертить границы вашего рынка.

ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ СТОИМОСТЬ

В анализе инвестиционных возможностей конкретного объекта недвижимости центральным моментом является проблема стоимости. Будет ли стоимость объекта расти? Будет ли он давать все больший доход? Для того чтобы найти разумные ответы на эти вопросы, вам придется оценить четыре важнейших условия, формирующих стоимость недвижимости: спрос, предложение, сам объект и процесс передачи прав собственности.

Спрос

Спрос на недвижимость — *это готовность и возможность со стороны людей покупать и арендовать конкретные объекты.*

Спрос определяется тем, насколько люди готовы и в состоянии купить или взять в аренду данный объект. Обычно спрос обусловлен экономической базой данного района, составом его населения, а также условиями ипотечного кредитования.

Экономическая база

На большинстве рынков недвижимости покупательский спрос определяется доходами лиц наемного труда. Цены на недвижимость идут вверх вслед

за ростом занятости, а когда начинаются увольнения, эти цены обычно падают. Поэтому первое, о чем вы должны узнать, это: каковы перспективы занятости в данном районе? растет ли число учащихся в школах, колледжах и университетах? планируют ли ведущие компании района расширять свою деятельность? растут ли объем продаж у оптовых и розничных торговцев и предложение услуг со стороны финансовых учреждений? Когда эти показатели возрастают, как правило, растет спрос на недвижимость.

Состав населения

Демографические характеристики — *это показатели, описывающие состав населения какого-либо района: размеры семьи, возрастную структуру, распределение по видам занятий, по полу, по семейному положению; учитываются при анализе спроса на недвижимость.*

Психографические характеристики — *это сведения, дающие представление об умонастроениях людей: личностных свойствах, стиле жизни, самооценках; влияют на спрос на недвижимость.*

Для одних видов недвижимости рост народонаселения в данном районе выгоден, для других — нет. Для того чтобы составить себе представление о спросе на конкретный вид недвижимости, надо рассмотреть демографические и психографические характеристики населения данного района. **Демографические характеристики** описывают такие параметры, как размеры семьи, возрастная структура населения, его распределение по роду занятий, полу, семейному положению. **Психографические характеристики** дают представление о менталитете людей: личностных свойствах, стиле жизни, самооценках. Сопоставляя демографические и психографические тенденции со свойствами конкретных объектов недвижимости, вы можете установить, будет ли спрос на нее со стороны потенциальных покупателей или арендаторов расти или падать.

Ипотечное финансирование

Жесткие условия кредита могут практически ликвидировать спрос на недвижимость. В начале 80-х годов мы были свидетелями того, как рост процентных ставок и относительная недоступность ипотечного кредита привели к накоплению непроданной недвижимости и падению ее рыночной стоимости. Напротив, когда ставки ипотечного кредита пошли вниз, что началось в конце 1982 г. — начале 1983 г. и продолжалось до 1988 г., во многих городах США объем продаж недвижимости быстро вырос.

Однако непорядок на рынке ипотечного кредита за последние 10 лет дал и некоторые положительные результаты. Теперь кредиторы предлагают широкий выбор финансовых инструментов, основанных на залоге недвижимости. Кредиторы и заемщики выигрывают от разнообразия схем погашения ипотечного долга. Наиболее доступные и распространенные схемы представлены в табл. 14.1.

Предложение

Анализ предложения — *это оценка уровня конкуренции на рынке недвижимости, определение потенциальных конкурентов и составление их перечня с учетом предлагаемых цен и условий.*

Анализ предложения — это на самом деле оценка уровня конкуренции. Никто не захочет платить вам за ваше имущество больше, чем можно заплатить вашему конкуренту. А если вы сами покупаете (или снимаете) помещение, то и вы не захотите платить дороже, чем обычно платят за аналогичные помещения. Поэтому анализ цены предполагает, что вы должны определить источники потенциальной конкуренции и составить их перечень с учетом предлагаемых цен и условий.

Источники конкуренции

Люди, занимающиеся сделками с недвижимостью, обычно смотрят на тех, кто занимается аналогичными объектами, как на конкурентов. Если вы пы-

ТАБЛИЦА 14.1 Схемы погашения ипотечной задолженности

Схемы погашения	Плюсы и минусы	Кто выигрывает
ИПОТЕКА С ТВЕРДОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ *(FRM)*		
Процентная ставка и ежемесячная сумма погашения фиксируются на полный срок залога. Это традиционная форма кредита под закладную.	При фиксированной процентной ставке и сумме погашения заемщик точно знает свои обязательства. Но эта схема не дает никаких особых льгот, возможных по другим схемам.	При этой традиционной, простейшей схеме не выигрывает никто.
ИПОТЕКА С ПЕРЕМЕННОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ *(ARM)*		
По этой схеме кредит дается не под твердую, а под переменную ставку процента, которая в неких пределах колеблется вверх и вниз в течение срока кредита, отражая движение ставок денежного рынка. В некоторых денежных схемах заемщику разрешается через оговоренный срок переходить на ипотеку с твердой ставкой.	Эта схема кредитования содержит элемент игры, так как размеры будущих выплат — величины неопределенные. Если рыночные ставки пойдут вниз, выплаты уменьшатся. Но если ставки пойдут вверх, выплаты тоже возрастут.	Помогает кредиторам держать движение средств в соответствии с изменениями условий, а это может облегчить кредитование при ужесточении условий денежного рынка. Заемщик может получить в начале срока небольшую льготу по проценту или другие поблажки, которые могут смягчить неопределенность.
ИПОТЕКА СРОКОМ НА 15 ЛЕТ *(FYM)*		
Обычно фиксированные ежемесячные выплаты делаются в течение 15, а не 30 лет, как было принято раньше. Применяются вместе с фиксированной ставкой процента, но возможна и переменная ставка.	При этой схеме ежемесячные выплаты немного выше, но договорные ставки процента немного ниже, чем по обычным займам сроком на 30 лет. Приводит к более быстрому переходу объекта в собственность и сильно снижает процентные выплаты в течение срока закладной.	Позволяет заемщикам быстрее выкупать объекты в собственность без резкого увеличения ежемесячных выплат. Может снизить риск кредитора благодаря более быстрому возвращению основной суммы кредита.

ТАБЛИЦА 14.1 *(продолжение)*

Схемы погашения	Плюсы и минусы	Кто выигрывает
ИПОТЕКА С ВЫПЛАТОЙ РАЗ В ДВЕ НЕДЕЛИ *(BWM)*		
Выплаты делаются не ежемесячно, а раз в две недели. Каждый раз выплачивается сумма, равная половине обычной ежемесячной выплаты. Эта схема применяется главным образом при ипотеке сроком на 30 лет под фиксированный процент.	Полная сумма процентных выплат в течение срока кредита существенно меньше, чем при обычной схеме с ежемесячными выплатами. Правда, заемщик обязан платить чаще, и в этом состоит некоторое "неудобство" данной схемы.	Поскольку по этой схеме в течение года делается 13 ежемесячных взносов (26 еженедельных), задолженность по ипотеке погашается намного раньше договорного срока — обычно примерно через 20 лет.
ИПОТЕКА С ВЫПЛАТОЙ ПО ВОЗРАСТАЮЩЕЙ *(GEM)*		
Вначале суммы ежемесячных выплат такие же, как при ипотеке с твердой ставкой сроком на 30 лет, но затем они увеличиваются на 4—7$^{1}/_{2}$% в год, и кредит погашается в течение 12—15 лет.	Для досрочного погашения кредиторы часто дают заемщикам скидку в начале срока. Эта схема обеспечивает ускоренное погашение кредита, но заставляет заемщиков выплачивать большие суммы ежегодно.	Выигрывают и кредиторы, и заемщики. Кредитор быстрее получает свои деньги, а заемщик, желающий поскорее погасить задолженность, пользуется сниженной и твердой процентной ставкой.
ИПОТЕКА С ДИФФЕРЕНЦИРОВАННЫМИ ВЫПЛАТАМИ *(GPM)*		
Ежемесячные выплаты начинаются с небольших сумм и затем увеличиваются, обычно в несколько приемов с определенными интервалами. Срок кредита и ставка по нему не изменяются.	Цель этой схемы — облегчить начальную стадию выкупа объекта. Небольшие суммы выплат компенсируются в дальнейшем. Один недостаток: в начале срока возможна "недоамортизация", т.е. с течением времени долг будет расти, а не снижаться.	Больше всех выигрывают новички в покупке недвижимости, те, кто с трудом набрал нужный капитал, но может рассчитывать на то, что их доходы будут расти и они выдержат увеличение выплат.

Принцип замещения *состоит в том, что люди покупают или арендуют недвижимое имущество не как таковое, а видят в нем некое сочетание выгод и затрат.*

таетесь продать дом, то, естественно, будете считать конкуренцией продажу других домов в том же районе. Но принимая долгосрочное решение инвестиционного характера, вы должны будете расширительно трактовать понятие предложения. А именно: определяя конкурентов, надо пользоваться **принципом замещения**. Этот принцип означает, что люди покупают и арендуют недвижимость не ради недвижимости как таковой. Любой объект собственности потребители рассматривают как сочетание выгод и затрат. Недвижимость удовлетворяет потребности людей, а именно потребности и создают спрос. Поэтому при анализе спроса нельзя ограничиваться потенциальными конкурентами в рамках одного района или одного вида недвижимости. Например, на некоторых рынках недорогие коттеджи на одну семью могут конкурировать с квартирами в кондоминиумах, с передвижными домами типа трейлеров и даже с квартирами в многоквартирных домах, сдающимися внаем. Поэтому, прежде чем вкладывать деньги в какое-либо жилье, определите границы рынка, к которому оно относится, и круг конкурирующих объектов, учитывая другие виды недвижимости, которыми тоже могут интересоваться покупатели и квартиросъемщики.

Перечень конкурентов

При анализе инвестиций в недвижимость после того, как определены все возможные конкуренты, необходимо составить перечень конкурирующих объектов с указанием их характеристик и цен. (Многие крупные инвесторы в недвижимость нанимают профессиональных консультантов по конкретному рынку для анализа данных о спросе и предложении.) Иными словами, вы должны определить относительные плюсы и минусы каждого объекта. Располагая такой информацией о рынке, вы найдете конкурентные преимущества и для вашей (потенциальной) собственности.

Объект

Мы уже показали, что продажная цена на недвижимость и стоимость аренды обусловлены колебаниями спроса и предложения. Цена, которая устроит покупателей или арендаторов, определяется их потребностями, а также уровнем относительных цен на те объекты, которые им предлагаются. Например, как показано во вставке "Проницательному инвестору", если родители вложат деньги в "мини-интернат" при колледже, в котором учится их ребенок, они получат свободное от налога жилье для ребенка на время обучения в колледже и недвижимость для себя. Но в сделках с недвижимостью и сам объект является важнейшим компонентом. Как же можно его использовать наилучшим образом? Для этого инвестору следует попытаться создать преимущества перед конкурентами, изучив следующие пять проблем: 1) ограничения на пользование имуществом; 2) его расположение; 3) особенности места; 4) необходимые улучшения; 5) управление недвижимостью.

Ограничения на пользование

В американском обществе никто не вправе делать с недвижимым имуществом все, что захочет. Объем прав собственника ограничивается как федеральными законами и законами штата, так и условиями частных контрактов. Ограничения, налагаемые государством, связаны с местными законами,

сводами строительных нормативов и правил владения, требованиями здравоохранения и санитарными нормами. Частные ограничения вытекают из актов передачи прав, арендных договоров, уставов и действующих правил кондоминиумов. В силу всех этих ограничений не следует вкладывать деньги в покупку недвижимости до тех пор, пока вы вместе с юристом не установите, что то, что вы хотите делать с имуществом, *вписывается* в действующие законы, правила и условия контрактов.

Расположение

Вам, возможно, приходилось слышать фразу: "Цена на недвижимость больше всего зависит от трех вещей — расположения, расположения и еще раз расположения". Конечно, это не единственный фактор, от которого зависит цена, но если недвижимость расположена в хорошем месте, она, безусловно, будет более привлекательным объектом для инвестиций. Зная это, вы должны научиться отличать хорошее место от плохого. Мы только можем добавить, что хорошее место — это то, которое отвечает конкретным запросам определенного покупателя (нанимателя) лучше, чем все остальные. Хорошее место — это то, которое удобно расположено и имеет качественную среду обитания. Схема анализа для определения достоинств жилого района, о чем мы коротко расскажем в дальнейшем, представлена на рис. 14.1

Удобство объекта недвижимости — *это легкий доступ от места расположения объекта к тем местам, куда чаще всего отправляются люди из данного района.*

Эстетически ценная среда в области сделок с недвижимостью — *это районы, застроенные красивыми зданиями, районы, которые хорошо спланированы и содержатся в порядке, где меньше шума, чище воздух, не ведутся строительные работы, ремонт коммуникаций и т.д.*

Социально-экономическая среда объекта недвижимости — *это демографические характеристики и стиль жизни тех, кто живет либо работает неподалеку от данного объекта.*

Правовая среда объекта недвижимости — *это ограничения, налагаемые на использование соседних объектов.*

Удобство. Термин "удобство" означает, что людям из данного района легко добраться туда, куда им чаще всего приходится добираться . Например, арендаторы и покупатели жилья обычно судят о сравнительном удобстве жилого квартала по тому, есть ли рядом с ним учебные заведения (школы и колледжи); места отдыха (парки, плавательные бассейны, теннисные корты); предприятия и учреждения, где можно найти работу; культурные учреждения (церкви, библиотеки, музеи); магазины розничной торговли, предприятия услуг, рестораны, места развлечений. У любого сегмента рынка жилья и нежилых зданий есть свой характерный набор точек, которые должны быть легкодоступны для клиентов — покупателей и арендаторов. Другая составляющая понятия "удобство" — это наличие транспортных коммуникаций: автобусных линий, стоянок такси, линий метро и местных электричек. Например, в Пидмонте (шт. Калифорния), пригороде Сан-Франциско, жилые дома возле станции и автобусных остановок обычно снимают и покупают охотнее, чем такие же дома, но расположенные от них на удалении.

Среда обитания. Когда говорят о "среде обитания", то, вспомнив о том, какое внимание в последние годы уделяется экологии, вы можете решить, что речь идет о деревьях, реках, озерах и свежем воздухе. Но в анализе рынка недвижимости термин *среда обитания* толкуется расширительно. Когда вы вкладываете деньги в недвижимость, вам на самом деле следует иметь в виду не только состояние природной среды, но также эстетические, социально-экономические, правовые и налоговые условия того места, о котором идет речь.

Те районы, среда которых имеет **эстетическую ценность**, — это районы с хорошо выполненной застройкой и планировкой, содержащиеся в порядке. Там чистый воздух, земля не разрыта для строительных и ремонтных работ. Когда говорят о **социально-экономической** среде, то имеют в виду демографические характеристики и стиль жизни тех, кто живет либо работает неподалеку от данного объекта. **Правовая** среда означает наличие огра-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

"Мини-интернаты": вложения в недвижимость помогают сократить плату за обучение в колледже

В последние годы многие родители из тех, кто пытается снизить плату за обучение в колледжах, покупают своим детям так называемые "детские кондоминиумы". Ребенку покупается место в школьном интернате, а родители тем самым делают вложение в недвижимость, которую смогут продать с прибылью после того, как ребенок закончит обучение.

Теперь специалисты по финансовому планированию и бухгалтеры предлагают новый вариант той же идеи: "мини-интернат". Это означает, как объясняет Джеймс Аведизиан, советник по налогам аудиторской фирмы "Куперз энд Лайбранд", "покупку в университетском кампусе дома для целой группы ребят, с тем чтобы ваш ребенок жил там и выполнял обязанности менеджера по квартирной плате".

ПРЕИМУЩЕСТВА "МИНИ-ИНТЕРНАТА"

У "мини-интерната" есть одно важное преимущество перед "детским кондоминиумом": ребенку полагается зарплата за то, что он подбирает жильцов, собирает квартирную плату и так далее, а за обучение он платит из собранных денег. Но с точки зрения налоговых обязательств родителей его зарплата считается расходом, она может быть вычтена из облагаемого дохода от сдачи "мини-интерната" в аренду. Эта схема превращает плату за обучение в колледже, которую нельзя вычитать из облагаемого дохода, в расходы на ведение бизнеса, которые вычесть можно.

Далее, это никак не отражается на личном подоходном налоге, если ребенок зарабатывает меньше 3000 долл. в год. Поэтому до тех пор, пока зарплата ребенка не превышает этой суммы, она не облагается налогом. И даже если облагается, то по самой низкой ставке — 15%.

«"Мини-интернаты" особенно выгодны для родителей, у которых скорректированный валовой доход не достигает 100 тыс. долл. в год, — говорит Сидней Кесс, советник по налогам аудиторской фирмы "Пик Марвик Мэйн энд компани". — Дело в том, что Служба внутренних доходов (Федеральное налоговое агентство США) разрешает

Налоговая среда объекта недвижимости — *это сумма налогов на недвижимость и муниципальных сборов, которые должен платить владелец, и объем государственных услуг, на которые он имеет право.*

ничений на использование соседних зданий. Имейте в виду, что даже если в вашем квартале нет каких-либо местных ограничений или регламентации сделок, то все-таки может оказаться, что дома, стоящие вокруг купленного вами четырехквартирного коттеджа, построены так, что это снижает стоимость вашего дома. И наконец, вы должны учитывать **налоговую среду** вашего объекта недвижимости. За этим стоит сумма налогов на недвижимость и муниципальных сборов, которую вам надо будет платить, а также объем государственных услуг, которыми вы будете пользоваться (это услуги полиции, пожарной охраны, школ, парков, водопровода, канализации, уборки мусора, публичных библиотек). Налоги на недвижимость — это не только бремя. С одной стороны, это расходы, но с другой стороны, они дают тем, кто пользуется объектом, право на значительные блага.

Описание участка

Одна из главных характеристик участка под домом — его размеры. Некоторые хотят, чтобы при жилом доме — будь то собственный дом, кондомини-

им вычитать убытки на сумму до 25 тыс. долл., возникшие при эксплуатации "мини-интернатов", из их собственного заработка или иного облагаемого дохода при расчете налогов».

Если родители получают скорректированный валовой доход свыше 100 тыс. долл. в год, то для них сумма, которую разрешено вычитать при расчете налогооблагаемого дохода, уменьшается, в случае дохода в 150 тыс. долл. она равна нулю. Но и здесь есть способ "сохранить в семье убыток" — запишите дом на имя деда или бабушки, у которых доход ниже 100 тыс. долл.

Как ни привлекательна идея "мини-интерната", она связана с риском, особенно потому, что менеджер еще очень молод. "Он может привести в дом дружков, которые ничего не станут платить, — говорит м-р Аведизиан. — Если они не будут платить, для мамы и папы это будет чистым убытком. Если же они испортят дом, то его стоимость упадет".

Зная об этих опасностях, многие родители предпочитают более простой вариант. Он срабатывает только в том случае, если у семьи есть собственная фирма, и состоит в том, что родители берут ребенка-подростка на работу в свою фирму. В этом случае нельзя будет убытки, связанные с инвестициями в недвижимость, вычитать из налогооблагаемого дохода, и у ребенка не будет бесплатного жилья. Но, как и в случае "мини-интерната", зарплату ребенка можно включить в расходы семейной фирмы. И конечно, ребенок не будет платить налог на зарплату, если она не будет превышать 3000 долл.

КАК ОСТАТЬСЯ ЧИСТЫМ ПЕРЕД НАЛОГОВОЙ СЛУЖБОЙ

Но будьте осторожны. Если вы просто платите ребенку за то, что он чистит домашний плавательный бассейн, и называете эти деньги зарплатой, то Федеральное агентство по налогообложению не примет этот вариант. "Деньги должны быть заработаны в торговле или бизнесе", — говорит м-р Аведизиан.

Однако ребенка, работающего в фирме родителей только в летние месяцы, в остальное время можно оставить на правах "консультанта". "Ребята, которые растут в семейной фирме, особенно если это предприятие розничной торговли, часто очень хорошо соображают, что из товаров лучше оставлять про запас, а что — продавать", — замечает м-р Аведизиан.

Источник: Jill Bettner, "Minidorms Touted as Tactic to Cut the Costs of College", *The Wall Street Journal*, July 11, 1988, p. 19.

ум или многоквартирный дом — был большой двор для детских игр или сад. Другие предпочитают, чтобы двора совсем не было. Если речь идет о нежилых зданиях — конторских или торговых, то при них требуются достаточно просторные площадки для парковки машин. Что же касается размера участка, то, если вы собираетесь впоследствии сделать пристройку, убедитесь, что участок это позволяет — как в физическом смысле, так и в юридическом. Немаловажно и качество участка, а именно: плодородие почвы, топография, рельеф, естественный дренаж. Все это важно, так как, например, на некоторых видах почвы плохо растет трава, а низко расположенные участки могут быть затоплены. (Затопленный после сильного дождя подвал никого не устраивает.) Знакомясь с участком, примечайте все особенности: есть ли ограда, хороший въезд и площадка для парковки, как подключены канализация, электроэнергия, водопровод, есть ли озеленение и тротуары. Все это элементы благоустройства, которые повышают ценность недвижимости, а следовательно, и доход, который она может принести.

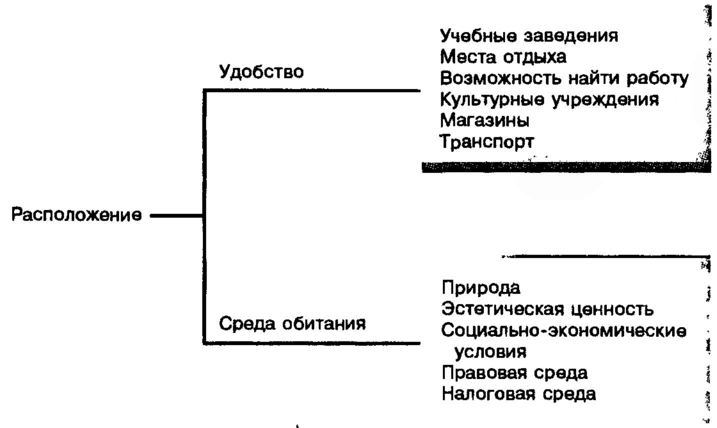


РИС. 14.1. Схема оценки расположения жилого дома

Эта схема может быть применена для анализа расположения объекта. Обратите внимание на то, что особенно ценятся удобство расположения объектов и высокое качество среды обитания. Для каждого из этих параметров имеются главные критерии, по которым делается оценка.

Улучшения

Улучшения *объекта недвижимости — это то, что человек может построить и устроить на участке: здания, тротуары, всевозможные элементы благоустройства.*

В области сделок с недвижимостью под **улучшениями** понимается все то, что люди могут добавить к участку земли. Говоря об описании участка, мы упоминали такие улучшения, как хорошие парковки и тротуары. В данном контексте мы имеем в виду анализ размеров и качества здания и различных сооружений на участке (таких, как плавательные бассейны, теннисные корты, площадки для гольфа и т.д.).

Размеры здания и планировка этажей. Обычно размеры здания выражаются в квадратных футах. Например, по американским стандартам небольшой жилой дом — это дом площадью меньше 1000 кв. футов, средний — от 1400 до 2000 кв. футов, а дом свыше 2200 кв. футов чаще всего считается большим. Вам следует обзавестись точными данными о размерах того, что вы хотите приобрести, так как данные о размерах в квадратных футах нужны для сравнения различных домов и квартир.

Другой показатель размера здания — это число комнат и поэтажный план. Например, при хорошей планировке в квартире площадью 750 кв. футов может быть больше жилого пространства, чем в квартире с большей площадью, скажем в 850 кв. футов. Поэтому сначала следует убедиться в том, что размеры отдельных комнат соответствуют их предназначению. Можно проверить это, измерив габариты стандартной мебели и прикинув, как будут выглядеть комнаты с мебелью — слишком тесно, нормально или чересчур просторно. Вам надо будет убедиться, что планировка этажей выполнена разумно, ходить по дому удобно, в доме хватает чуланов, стенных шкафов и антресолей, в нем достаточно комнат различного назначения. В конторском здании также должно быть разумно спланировано расположение различных кабинетов. В торговом центре мелкие торговцы не должны

оказываться в таких углах, где они не будут видны посетителям более крупных торговых предприятий.

Удобства, стиль, качество постройки. Отдельно следует установить, что именно из возможных удобств и личного имущества вы хотите иметь в доме, который собираетесь купить. В наши дни жилые дома на одну семью, кондоминиумы и многоквартирные дома в США обычно оснащаются мусоропроводом, холодильником, посудомоечной машиной и измельчителем пищевых отходов. Иногда при покупке уже построенного жилого дома в контракт включаются такие вещи, как оконные кондиционеры, люстры, каминные решетки и даже отдельные предметы меблировки.

Управление объектом недвижимости

В последние годы владельцы недвижимости и инвесторы все больше понимают, что сами по себе объекты (многоквартирные дома, конторские здания, торговые центры и т.д.) не могут приносить максимальную прибыль. Для этого надо приложить известные усилия. Вот почему владельцам недвижимости так нужны квалифицированные управляющие. Без хорошего управления никакой объект не даст своим владельцам и пользователям максимума благ. Говоря об этом, мы отнюдь не имеем в виду тех, кто просто собирает квартплату, зовет сантехника при надобности и вешает таблички "сдается" на дверях свободных помещений. В наши дни управление недвижимостью требует от владельца (или от наемного менеджера) не только повседневных забот, но и максимальной ответственности. Он должен оценивать покупателей, заботиться об улучшении участка и здания, следить за конкурентами, вести маркетинговую кампанию. Управление — это также ответственность за содержание и ремонт зданий и систем их жизнеобеспечения (электропроводки, отопления, кондиционеров, водопровода и канализации). Менеджеры также должны вести учет доходов и расходов. Помимо этого, управляющие недвижимостью выбирают, как защитить дом от ущерба, который ему могут нанести пожар, наводнение, ограбление, буря и просто небрежность. В самом широком смысле под **управлением объектом недвижимости** понимается оптимизация уровня благ, которые она может дать, и предложение этих благ по наименьшей цене. Разумеется, если речь идет об объектах спекулятивных вложений, таких, как пустующие земельные участки, то здесь обязанности менеджера не столь разнообразны, а возможностей контролировать общий уровень доходности гораздо меньше.

Управление объектом недвижимости — *это поиск оптимальной комбинации выгод, которые может дать объект, и их предложение по наименьшей цене.*

Трансферт собственности

В гл. 8 мы ввели понятие "эффективный рынок". Помните, что это такое? Эффективным называется рынок, на котором информация движется между покупателями и продавцами с такой скоростью, что инвестор практически не в состоянии систематически добиваться показателей доходности выше средних. Как только появляется что-нибудь необыкновенно хорошее (замечательный новый товар) или исключительно скверное (судебные иски потребителей доходят до многих миллионов долларов), курс акций соответствующей компании изменяется согласно ее текущего потенциала прибыли или убыточности. Некоторые принимают эффективность рынков ценных

Трансферт (процесс передачи) собственности — *это комплекс усилий по продвижению объекта недвижимости потенциальным покупателям и ведение переговоров с ними, что может существенно увеличить выручку от продажи объекта.*

бумаг как аксиому, другие — нет. Одно можно сказать наверняка: ***никто не считает рынки недвижимости эффективными.*** Это означает, что на рынках недвижимости предварительный анализ рынка оправдывает себя. Вы получите доходность выше средней, хорошо изучив общую экономическую ситуацию, спрос и предложение отдельных видов недвижимости (состояние отрасли) и конкретный объект, который вас интересует и который должен быть рассмотрен самым подробным образом. (Учтите, что инструменты технического анализа рынков недвижимости практически отсутствуют.) Отличие рынков недвижимости от рынков ценных бумаг состоит в том, что системы полноценного обмена информацией между покупателями и продавцами, арендаторами и арендодателями просто не существует. Кроме того, прибыль от сделок с недвижимостью отчасти контролируется ее владельцами. Как мы уже говорили, в этой сфере прибыль зависит от того, насколько хорошо недвижимость управляется ее владельцем или менеджером. С точки зрения **трансферта собственности** неэффективность рынка означает, что результат деятельности зависит от того, каким образом собирается и распространяется информация. Выручка от продажи недвижимости может быть существенно увеличена, если ее продавец умеет продвигать товар к потребителю и вести переговоры.

Продвижение недвижимости как товара к потребителю

Речь идет о том, что потенциальные покупатели должны легко получать нужную им информацию. Вы не сможете продать недвижимость быстро и дорого, если не найдете нужных людей, затратив при этом как можно меньше денег и времени. Главные способы продвижения недвижимости как товара — это реклама, связи с общественностью, разного рода приемы привлечения покупателей, а также так называемые личные продажи.

Чтобы дать рекламу и сформировать связи с общественностью, надо обращаться к средствам массовой информации. Давая рекламу, вы должны платить за ее публикацию, а устраивая встречи с общественностью, вы должны так подать новость, чтобы на нее обратили внимание. Например, несколько лет назад в Далласе корпорация "Донди дивелопмент" для того, чтобы пресса дала подробное (и бесплатное) сообщение о продаже квартир в кондоминиумах, придумала новую схему финансирования, назвав ее "программой доброго дядюшки". Рекламные приемы нередко связаны с разыгрыванием каких-либо призов или с подарками. Например, компания, строящая конторские здания в Хьюстоне, резко подняла спрос, предложив потенциальным арендаторам в случае подписания контракта на пять лет в качестве премии автомобиль "Мерседес". Этот прием значительно улучшил имидж этого проекта. Личные продажи нередко обходятся дороже всего, но и оказываются лучшим способом привлечения покупателей или арендаторов, так как позволяют наладить прямые отношения между покупателем и продавцом.

В большинстве случаев владельцы недвижимости применяют сразу несколько способов продвижения товара к потребителю. Ради экономии места мы не будем показывать, с чего следует начинать и что технически нужно делать для проведения такой кампании, но вам, по крайней мере, должно быть понятно, что для получения максимальной выручки от продажи недвижимости мало дать броскую рекламу в газете.

Ведение переговоров

Минимальная приемлемая цена продавца редко совпадает с максимальной ценой, на которую согласен покупатель: всегда бывают отклонения в ту или иную сторону. В сфере сделок с недвижимостью продавец или арендодатель обычно запрашивает цену, которая может быть завышена в пределах от 5 до 60% по отношению к цене покупателя. Поэтому окончательная цена, по которой заключается сделка, определяется умением каждой из сторон вести переговоры.

ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ

Рыночная стоимость недвижимости — *это преобладающая на рынке цена данного объекта недвижимости, показывающая, какую оценку дает ему рынок в целом.*

В области сделок с недвижимостью **рыночная стоимость**, или реальная стоимость, понимается иначе, чем в торговле акциями или облигациями. Отличие объясняется рядом причин, среди которых: 1) уникальность каждого объекта; 2) большое разнообразие условий продажи; 3) несовершенство рыночной информации; 4) продолжительность продажи объекта, не устраивающая продавца; 5) необходимость быстрых действий со стороны покупателей. Все это означает, что "подлинная" рыночная стоимость объекта недвижимости неведома никому, а поэтому многие объекты продаются и много дороже, и много дешевле их расчетной (или оценочной) стоимости. Пытаясь сгладить эти расхождения, многие инвесторы составляют прогнозы доходов от инвестиций, чтобы оценить будущее приобретение с точки зрения своих инвестиционных целей. Рассмотрим сначала порядок оценки рыночной стоимости объекта, а затем расскажем о методах прогнозирования доходов от недвижимости.

Оценка рыночной стоимости

Оценка недвижимости — *это процесс определения текущей рыночной цены конкретного объекта недвижимости.*

В области операций с недвижимостью определение текущей рыночной стоимости конкретного объекта называется **оценкой недвижимости**. Оценщик, пользуясь набором методов, определяет стоимость объекта, которая, по его соображениям, и составляет его текущую рыночную стоимость. Тем не менее, если вам, например, скажут, что некий объект имеет оценочную рыночную стоимость 150 тыс. долл., отнеситесь к этой оценке скептически. Она может быть ошибочной в силу несовершенства самих методов оценки или неполноты информации. Если вы получаете представление о рыночных ценах на акции, находящиеся в активном обороте, просто взглянув на котировки, то в области операций с недвижимостью покупателям и продавцам приходится пользоваться тремя сложными способами оценки и затем сравнивать полученное для выведения одного, наиболее верного результата. К этим способам оценки рыночной стоимости объекта относятся: 1) затратный подход; 2) метод рыночных сравнений; 3) доходный подход. В силу сложности последнего лучше пользоваться услугами эксперта.

Затратный подход — *это подход к оценке недвижимости, основанный на том, что покупатель не должен платить за объект больше, чем стоит его строительство заново по текущим ценам на землю, строительные материалы и работы.*

Затратный подход

Затратный подход основан на том, что инвестор не должен платить за объект больше, чем стоит его строительство заново по текущим ценам на землю, строительные материалы и работы. (По существу, речь идет об использовании при оценке стоимости замещения, на которую пришлось бы ориен-

тироваться, если бы инвестору предстояло нести *затраты* на воспроизведение данного объекта. — *Прим. науч. ред.)* Такой подход к определению стоимости вполне оправдывает себя, когда речь идет о новых или относительно новых зданиях. Более старые дома часто имеют значительный физический износ, построены из материалов, которых больше нет на рынке, по старым проектам, а это сильно затрудняет применение к ним затратного метода. При оценке более старых домов приходится вычитать из стоимости замещения определенную сумму, соответствующую степени физического и морального износа. Большинство экспертов признают, что затратный метод полезен для проверки расчетной стоимости, но полагаться только на него можно очень редко.

Метод рыночных сравнений

Метод рыночных сравнений — *это подход к оценке недвижимости, основанный на использовании цен на аналогичные объекты в качестве основной переменной.*

Доходный метод — *это способ оценки стоимости недвижимости, согласно которому рыночная стоимость рассчитывается на базе приведенной стоимости будущих доходов.*

Метод рыночных сравнений состоит в использовании цен продажи объектов недвижимости, аналогичных объекту, подлежащему оценке, в качестве основной переменной. Этот метод основан на соображении о том, что цена данного объекта должна быть примерно такой же, как цены аналогичных объектов, проданных недавно. Однако каждый объект недвижимости уникален, поэтому цена, по которой оцениваемый объект будет выставлен на продажу, должна учитывать, лучше он или хуже других, и соответственно быть выше или ниже. Так как метод рыночных сравнений оперирует ценами, по которым *продаются* аналоги, а не запрашиваемыми ценами (ценами предложения), он может дать хороший пример уровня рыночных оценок. На практике можно найти хотя бы один недавно проданный объект чуть хуже и один чуть лучше оцениваемого объекта, и цены, по которым они были проданы, будут границами примерной стоимости оцениваемого объекта (только в соответствии с таким подходом. — *Прим. науч. ред.*).

Доходный метод

Годовая чистая операционная прибыль от объекта (*NOI*) — *это разность между валовым потенциальным доходом от сдачи объекта недвижимости в аренду и суммой убытков от пустующих помещений, убытков из-за неуплаты ренты и затрат на содержание объекта.*

Норма капитализации — *это ставка, применяемая для приведения потока доходов от недвижимости к текущей стоимости; может быть использована для оценки недвижимости в рамках доходного метода.*

В соответствии с **доходным методом** стоимость объекта рассматривается как приведенная (текущая) стоимость будущих доходов, которые он может принести. Самый простой метод в рамках данного подхода называется *прямой капитализацией*. Этот способ описывается следующей формулой:

$$\text{Рыночная стоимость } (V) = \frac{\text{Годовая чистая операционная прибыль от объекта } (NOI)}{\text{Норма капитализации } (R)},$$

$$\text{или } V = \frac{NOI}{R}.$$

Годовая чистая операционная прибыль (*NOI*) подсчитывается как разность между *валовым потенциальным* рентным доходом и убытками от пустующих помещений, неполученной арендной платой, а также текущими затратами на содержание объекта, включая страховку и налоги на имущество. Оценочная **норма капитализации**, которая означает ставку, используемую в технике приведения потока дохода к его текущей стоимости, определяется на основе данных об объеме рыночных продаж за последнее время и текущей норме доходности, на которую инвесторы рассчитывают в настоящее время. Затем, разделив годовую чистую операционную прибыль от объекта на оценочную норму капитализации, вы получите примерную рыночную стоимость объекта. Пример расчета методом нормы капитализации дан в табл. 14.2.

ТАБЛИЦА 14.2 Применение доходного подхода к оценке стоимости недвижимости

Объекты для сравнения	(1) Годовая чистая операционная прибыль (*NOI*) (в долл.)	(2) Цена продажи (в долл.)	(3) (1) ÷ (2) Норма капитализации (*R*)
Мэйпл-авеню, 2301	16 250	182 500	0,0890
Армстронг-стрит, 4037	15 400	167 600	0,0919
Ладвелл-стрит, 8240	19 200	198 430	0,0968
Бульвар Гранта, 7392	17 930	189 750	0,0945
Выбранный объект	18 480	?	?

Пользуясь этой информацией, полученной из данных об аналогах, оценщик решает следующее уравнение:

$$V = \frac{NOI}{R} = \frac{18\,480\text{ долл.}}{R} = \frac{18\,480\text{ долл.}}{0{,}093^*} = 198\,710\text{ долл.}$$

* Сравнивая характеристики аналогичных или близких по качеству объектов, оценщик принимает величину *R* равной 0,093.

Как пользоваться услугами эксперта

Оценка недвижимости — это сложная, технически трудная процедура, для которой требуется надежная информация о параметрах сравниваемых объектов, ценах, по которым продаются аналоги, и возможных условиях финансирования. Поэтому многие инвесторы, вместо того чтобы полностью полагаться на себя, нанимают агента по продаже недвижимости или профессионального оценщика, который консультирует их по поводу рыночной стоимости интересующего их объекта. Услуги эксперта окупаются, так как страхуют инвестора от переплаты.

Прогнозирование доходов от инвестиций

В процессе принятия решений об инвестициях в недвижимость прогнозирование возможных доходов занимает важное место. В наши дни инвесторы все чаще дополняют оценку рыночной стоимости объекта инвестиционным анализом. Это дополнение к традиционным подходам к определению стоимости (затратному подходу, методу рыночных сравнений и доходному подходу) дает инвесторам более полное представление о том, насколько выбранный ими объект удовлетворяет их инвестиционным целям.

Рыночная стоимость по сравнению с инвестиционным анализом

Оценка рыночной стоимости и инвестиционный анализ различаются по четырем важным направлениям: 1) исторические данные сравниваются или не сравниваются с прогнозными показателями; 2) подход к предполагаемому

потребителю обезличен или индивидуален; 3) "эффект рычага" учитывается или нет; 4) оценка проводится на основе показателя чистой операционной прибыли или на основе нетто-потоков денежных средств (в посленалоговом исчислении).

Инвестиционный анализ — *это способ анализа недвижимости, который не только учитывает цены, по которым продаются сходные объекты, но также принимает во внимание факторы, лежащие в основе ценообразования, и пытается предсказать такие переменные, как экономическая база, демографические и психографические характеристики потребителя и источники потенциальной конкуренции.*

Фактические данные в противоположность прогнозным. Определение рыночной стоимости строится на прошлых фактических данных. Для расчета цены, по которой объект будет продан, используют цены, по которым продавались аналогичные объекты в недавнем прошлом. Этот способ может быть оправдан, если условия рынка не меняются. Но если такие параметры, как, например, процентные ставки, численность населения или ожидания покупателей, меняются динамично, то цены предыдущего периода не будут адекватно отражать текущую или будущую стоимость оцениваемого объекта. В противоположность этому **инвестиционный анализ** не только принимает во внимание, по каким ценам уже продавались объекты-аналоги, но также учитывает те определяющие цену факторы, о которых мы говорили. Инвестиционный анализ основан на прогнозировании таких факторов, как экономическая база, демографические и психографические характеристики покупателей, их платежеспособность и источники потенциальной конкуренции.

Обезличенный или индивидуальный подход. Рассчитанная профессиональными оценщиками рыночная стоимость представляет такую цену, по которой объект может быть продан при определенных условиях, иначе говоря, некую среднюю рыночную цену. Но на самом деле у каждого покупателя и продавца есть особые требования, и каждая сделка с недвижимостью должна быть приспособлена к ним. Инвестиционный анализ выходит за рамки того, что можно назвать "типичной" сделкой, и стремится к оценке реальных условий продажи (аренды) конкретного объекта недвижимости в соответствии с ограничениями и целями конкретного инвестора.

Например, оценка рыночной стоимости показывает, что при обычных условиях финансирования и продажи объект недвижимости стоит 180 тыс. долл. Но в реальности продавцу из соображений о своем подоходном налоге было бы выгоднее запросить за него более высокую цену и одновременно предложить покупателю кредит по ставке ниже рыночной, или так называемое "финансирование продавцом".

"Эффект рычага" (в операциях с недвижимостью) — *это использование кредита для покупки объекта недвижимости, который влияет на соотношение риска и требуемой доходности инвестиций.*

С "эффектом рычага" и без него. Как уже упоминалось, то, какая часть цены объекта будет покрыта кредитом, окажет влияние на доходность инвестиций в недвижимость. Но метод прямой капитализации дохода $[V = (NOI/R)]$ не учитывает различных вариантов возможной структуры финансирования сделки. Этот метод подразумевает покупку с полной оплатой наличными, без использования "эффекта рычага".

Использование заемного финансирования, или **"эффект рычага"**, существенно влияет на соотношение риска и требуемой доходности инвестиций в недвижимость. Получение займа автоматически увеличивает инвестиционный риск, так как заемные средства надо возвращать. Заемщику, не выплатившему ипотечный кредит, угрожают суд и лишение права собственности. В то же время "эффект рычага" может увеличить доходность. Если доходность инвестиций в недвижимость будет выше, чем затраты на заемный капитал, то прибыль инвестора намного превысит тот уровень, который

"Положительный рычаг" — *это ситуация, в которой доходность инвестиций в объект недвижимости превышает затраты на заемный капитал, в силу чего доход инвестора оказывается существенно выше, чем в случае сделки с полной оплатой наличными.*

"Отрицательный рычаг" — *это ситуация, в которой доходность инвестиций в объект недвижимости ниже, чем затраты на заемный капитал, в силу чего доход инвестора оказывается ниже, чем в случае сделки с полной оплатой наличными.*

был бы получен, если бы сделка полностью оплачивалась наличными. Такой эффект называется **"положительным рычагом"**. И наоборот, если доходность инвестиций в недвижимость ниже затрат на заемный капитал, прибыль от вложения в недвижимость будет ниже уровня, который был бы достигнут при полной оплате наличными. В этом случае возникает эффект, который называется **"отрицательным рычагом"**. Конкретный пример позволяет понять, как кредит влияет на доходность инвестора, и позволяет оценить его влияние на риск.

Предположим, инвестор покупает участок земли ценой 20 тыс. долл. У инвестора есть выбор из двух вариантов оплаты покупки. Вариант А: полностью оплатить ее наличными, т.е. не прибегая к "рычагу". Вариант Б: кредит покрывает 80% при условии выплаты по нему 12% годовых (взнос наличными в момент покупки 20%). Прибегая к "рычагу", инвестор подписывает вексель на 16 000 долл. (0,80 × 20 000 долл.) под 12% годовых при условии, что весь номинал векселя должен быть погашен к концу первого года с момента заключения сделки. Теперь предположим, что за год цена на этот земельный участок поднимается до 30 тыс. долл. (Сравнение двух вариантов приведено в табл. 14.3.) Если бы инвестор выбрал сделку с полной оплатой наличными, то доходность первоначально вложенного им собственного капитала составила бы 50%. Использование "рычага" могло бы увеличить показатель доходности независимо от того, насколько поднимется цена на объект. В этом случае (вариант Б) первоначальный взнос собственного капитала составил бы всего 4000 долл., а остальная сумма была бы оплачена за счет кредита под 12% годовых. Объект можно продать за 30 тыс. долл., из которых 4000 долл. означают возмещение собственного капитала инвестора; 16 тыс. долл. пойдут на погашение номинальной величины долга, еще 1920 долл. — на выплату процентов (16 000 долл. × 0,12). Остаток

ТАБЛИЦА 14.3 Пример воздействия "положительного рычага" на доходность инвестиций*

Цена приобретения: 20 000 долл.
Цена продажи: 30 000 долл.
Период владения: один год

№ п/п	Компоненты	Вариант А: "без рычага" (в долл.)	Вариант Б: доля кредита в стоимости покупки 80% (в долл.)
1	Начальный собственный капитал	20 000	4 000
2	Основная сумма долга	0	16 000
3	Цена продажи недвижимости	30 000	30 000
4	Прирост капитала [(3) – (1) – (2)]	10 000	10 000
5	Сумма процентов [0,12 × (2)]	0	1 920
6	Чистая прибыль [(4) – (5)]	10 000	8 080
	Доходность собственного капитала [(6) : (1)]	$\frac{10\,000}{20\,000} = +50\%$	$\frac{8\,080}{4\,000} = +202\%$

* Для упрощения примера мы дали все величины до уплаты налогов. Чтобы получить реальное значение прибыли, следует учесть налог на прирост капитала и затраты на выплату процентов.

выручки от продажи, равный 8080 долл., и составит доход инвестора. Тогда норма доходности первоначальных инвестиций достигнет 202%, что вчетверо больше, чем при сделке "без рычага" (вариант А).

В приведенном выше примере мы использовали ставку в 12%, но здесь важно понимать, что цена денег удивительно мало затрагивает сравнительные нормы доходности ("с рычагом" и без него). Например, при ставке в 6% норма доходности инвестиций (собственного капитала) инвестора поднимается до 226%, а это тоже намного больше, чем он получил бы, не прибегая к "рычагу". Действительно, чем ниже процентная ставка, тем выше доходность, но при прочих равных условиях доходность собственного капитала инвестора определяется *размером* используемого "рычага".

Правда, у этой медали есть и другая сторона. Каким бы ни был окончательный результат, кредитная поддержка всегда связана с риском, и неудачная сделка может обернуться катастрофой. Предположим, что цена участка (20 тыс. долл.), о котором идет речь, за год владения упала на 25% (сравнительные данные приведены в табл. 14.4). Покупка "без рычага" даст отрицательную доходность (относительный размер убытка) в 25%. Но это не так много по сравнению с убытком от сделки "с рычагом", при которой инвестор потеряет не только всю сумму первоначального вложения собственного капитала, равную 4000 долл., но и еще 2920 долл. (1000 долл. номинальной суммы долга + 1920 долл. в виде процентов). Общая сумма убытка — 6920 долл., что в расчете на первоначально вложенный капитал в 4000 долл. составит –173%. Так, убыток от сделки "с рычагом" может оказаться почти в 7 раз больше, чем убыток от сделки с полной оплатой за счет собственных средств ("без рычага").

Чистая операционная прибыль от объекта *(NOI)* против чистого потока денежных средств. Напомним, что при оценке рыночной стоимости приме-

ТАБЛИЦА 14.4 Пример воздействия "отрицательного рычага" на доходность инвестиций*

Цена приобретения:	20 000 долл.
Цена продажи:	15 000 долл.
Период владения:	один год

№ п/п	Компоненты	Вариант А: "без рычага" (в долл.)	Вариант Б: доля кредита в стоимости покупки 80% (в долл.)
1	Начальный собственный капитал	20 000	4 000
2	Основная сумма долга	0	16 000
3	Цена продажи недвижимости	15 000	15 000
4	Прирост капитала [(3) – (1) – (2)]	5 000	5 000
5	Сумма процентов [0,12 × (2)]	0	1 920
6	Чистая прибыль [(4) – (5)]	5 000	6 920
	Доходность собственного капитала [(6) : (1)]	$\frac{5\,000}{20\,000} = -25\%$	$\frac{6\,920}{4\,000} = -173\%$

* Для упрощения примера мы дали все величины до уплаты налогов. Чтобы получить реальное значение прибыли, следует учесть налог на прирост капитала и затраты на выплату процентов.

няется метод капитализации чистой операционной прибыли от объекта недвижимости *(NOI)*. Но для большинства инвесторов этот показатель не имеет особого смысла. Дело в том, что, как уже говорилось, большинство инвесторов в недвижимость прибегают к заемному финансированию при покупке. Кроме того, в наши дни мало кто, принимая решение об инвестициях, может позволить себе не считаться с федеральным законом о подоходном налоге. Инвесторам нужно знать, сколько денежных средств придется вложить в сделку и сколько денежных средств они сами смогут получить. Концепция чистой операционной прибыли не отвечает на эти вопросы*. Поэтому в области операций с недвижимостью главным критерием при отборе объектов для вложения средств выступает известный финансовый показатель — дисконтированные потоки денежных средств. (Иногда оценка пригодности объекта для инвестирования делается на базе другого критерия — так называемой полной приблизительной доходности потоков денежных средств.)

Расчет дисконтированных потоков денежных средств

Дисконтированные потоки денежных средств — *это показатель доходности инвестиций, используемый в инвестиционном анализе недвижимости и определяемый через приведение соответствующих сумм потоков денежных средств в посленалоговом исчислении к текущей стоимости. Используется в расчетах чистой приведенной стоимости.*

Расчет дисконтированных потоков денежных средств предполагает использование техники текущей стоимости, которая рассматривалась в гл. 5. Кроме того, для такого расчета надо уметь определять сумму годового потока денежных средств за вычетом налогов, а также сумму поступлений от продажи недвижимости за вычетом налогов. Зная, как это делается, вы сможете осуществить дисконтирование будущих доходов от недвижимости за тот или иной период владения. Эта цифра, в свою очередь, даст вам приведенную, или текущую, стоимость потоков денежных средств. После этого вы сможете подсчитать **чистую текущую стоимость** *(NPV)* — разницу между суммой приведенной стоимости потоков денежных средств и размером собственного капитала, который следует вложить в операцию с недвижимостью**.

Чистая приведенная стоимость *(NPV)* — *это разница между суммой приведенной (текущей) стоимости потоков денежных средств и суммой начального собственного капитала, который необходим для инвестиций в недвижимость.*

Разница покажет вам, имеет ли смысл инвестировать в этот объект (когда чистая приведенная стоимость — положительная величина) или не имеет (когда чистая приведенная стоимость — отрицательная величина).

Дисконтирование потоков денежных средств для получения чистой приведенной стоимости *(NPV)* можно сделать по следующей формуле:

$$NPV = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CF_{n-1}}{(1+r)^{n-1}} + \frac{CF_n + CF_{R_n}}{(1+r)^n}\right] - I_0,$$

где

I_0 — капитал, который требуется вложить первоначально;

CF_i — поток денежных средств за вычетом налогов в году i;

* Проблема заключается в принципах бухгалтерского учета, которые лежат в основе расчета показателя чистой операционной прибыли. Определяя ее, при прочих равных условиях инвестор или его бухгалтер должен вычесть затраты на амортизацию различных внеоборотных (долгосрочных) активов, которые применялись в отчетном периоде. В расчете потоков денежных средств амортизация, напротив, прибавляется к чистой операционной прибыли. Второй параметр, отличающий эти показатели, — это "налоговые щиты" и суммы реально уплачиваемых наличными налогов. *(Прим. науч. ред.)*

** Существуют разные методики расчета чистой приведенной стоимости. Автор приводит лишь один вариант определения этого показателя инвестиционного анализа, который более типичен именно для этого вида инвестиций. На самом деле далеко не всегда при определении чистой приведенной стоимости вычитается только сумма *собственного* капитала, вложенного в операцию, иногда к ней прибавляется и сумма заемного капитала. Варианты расчетов отличаются также техникой определения самих потоков денежных средств от инвестиций. *(Прим. науч. ред.)*

Расчет приблизительной доходности — *это процедура оценки пригодности объекта недвижимости как инвестиционного инструмента путем определения нормы полной доходности инвестиций за ряд лет с учетом реинвестирования всех поступаемых доходов.*

CF_{R_n} — поток денежных средств от продажи активов за вычетом налога (рассчитан из годовых потоков денежных средств за вычетом налога), поступающий в году n;

r — ставка дисконтирования;

$[1/(1+r)^i]$ — фактор дисконтирования однократного потока денежных средств, полученного в году i при ставке дисконтирования r.

В этом уравнении годовые потоки денежных средств за вычетом налога (CF_t) могут означать либо поступления инвесторам (притоки), либо, наоборот, платежи инвесторов (оттоки). Поступления будут обозначаться знаком "плюс", а платежи — знаком "минус".

Расчет приблизительной доходности инвестиций

Другой способ оценки пригодности объекта недвижимости для вложения капитала состоит в **расчете приблизительной доходности**, что уже рассматривалось в гл. 5. Используя в этой формуле приведенные выше переменные, получаем:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{\overline{CF} + \frac{CF_{Rn} - I_0}{n}}{\frac{CF_{Rn} + I_0}{2}},$$

где

$$\overline{CF} = \begin{array}{l}\text{Среднегодовой чистый}\\ \text{поток денежных средств}\\ \text{за вычетом налогов}\end{array} = \frac{CF_1 + CF_2 + \ldots + CF_{n-1} + CF_n}{n}.$$

Если расчетная величина приблизительной доходности будет больше, чем ставка дисконтирования, подходящая для данного инструмента инвестиций*, то такие инвестиции приемлемы. В этом случае чистая приведенная стоимость будет положительной величиной.

Если расчеты чистой приведенной стоимости и приблизительной доходности делаются правильно, то оба показателя инвестиционного анализа приведут к одному и тому же выводу о приемлемости или неприемлемости предполагаемого объекта инвестиций. Чтобы посмотреть, как все те элементы анализа, о которых мы рассказали, применяются на практике, рассмотрим конкретный пример.

ДОМ "АКАДЕМИК АРМЗ"

Предположим, что некий Джек Уилсон решает, покупать ли ему многоквартирный дом "Академик армз". Джек считает, что верное решение легче будет найти, если подойти к делу методически. Он разрабатывает схему анализа, которая почти полностью совпадает с теми вопросами, о которых мы говорили. Следуя этой схеме (рис. 14.2), Джек: 1) устанавливает для себя инвестиционную цель; 2) очерчивает границы анализа; 3) определяет факто-

* Ставка дисконтирования в инвестиционном анализе должна служить мерой вознаграждения инвестора за риски, с которыми ему придется столкнуться при осуществлении анализируемых инвестиций. Существуют разные способы оценки подобной ставки, которые традиционно рассматриваются в теории финансов корпораций. *(Прим. науч. ред.)*

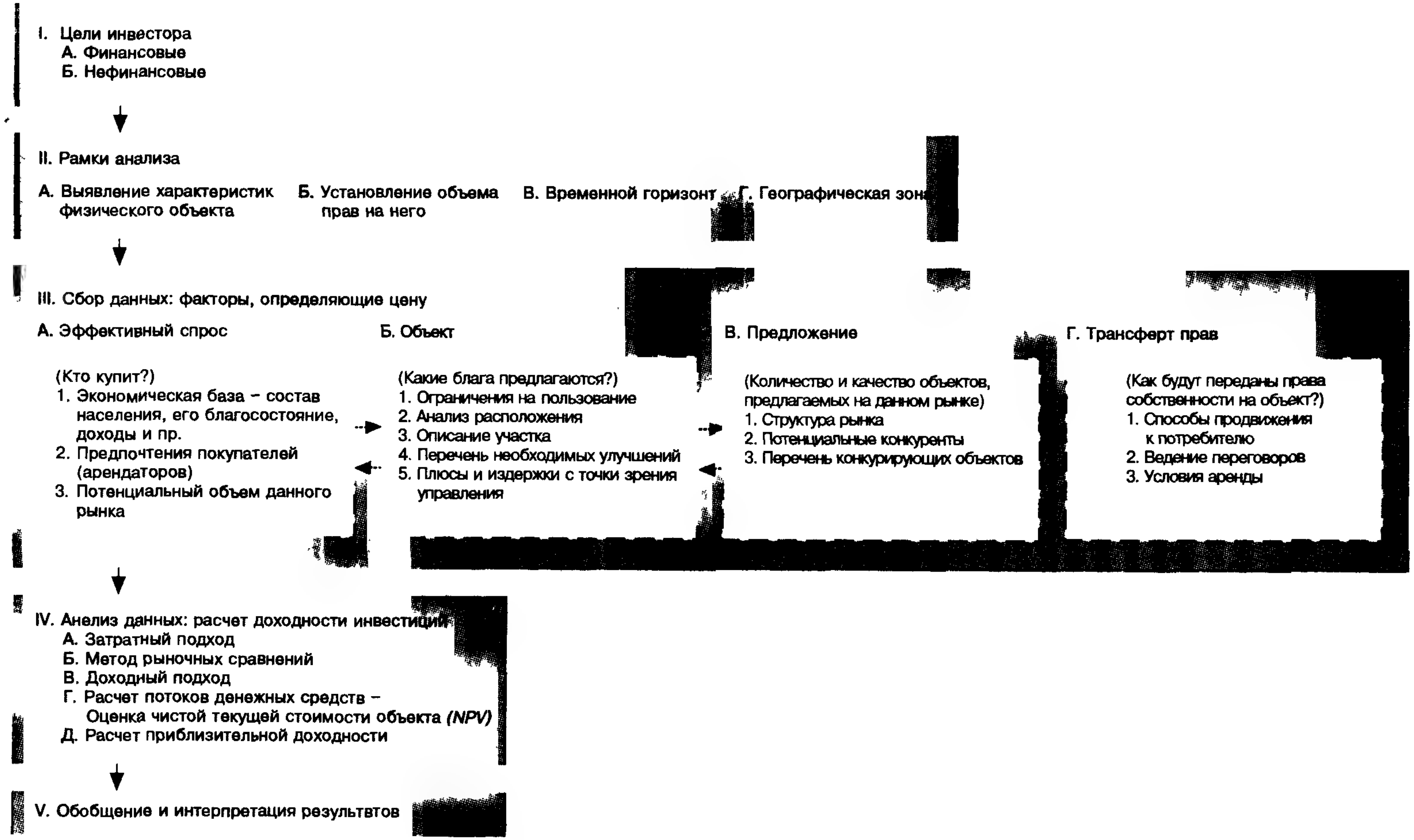


Схема анализа инвестиций в недвижимость

Эта схема показывает, в какой логической последовательности нужно оценивать объекты недвижимости для потенциальных вложений, чтобы установить, приемлемы ли они для включения в портфель инвестора. (*Источник:* Adapted from Gary W. Elred, *Real Estate: Analysis and Strategy*, New York: Harper & Row, 1987.)

ры, от которых зависит стоимость объекта; 4) рассчитывает доходность; 5) обобщает и объясняет полученные результаты.

Цели инвестора

Джек — доцент, преподаватель менеджмента, работает в колледже Финли. Он холост, ему 40 лет, его годовой доход — заработная плата, гонорары за консультации, дивиденды на акции и авторские роялти за опубликованные книги — составляет 65 тыс. долл. Джек стремится разнообразить свой инвестиционный портфель. Ему хотелось бы дополнить портфель вложением в недвижимость, стоимость которой вполне может возрасти и будет ежегодно обеспечивать ему, за вычетом налогов, реальный доход. Джек хочет, чтобы объект был расположен удобно для него, близко от работы, и полагает, что по своим способностям и свойствам характера он вполне может стать хозяином дома. Джек располагает суммой в 60 тыс. долл. На эту сумму он хотел бы получать 13% годовых. Для покупки он присмотрел небольшой жилой дом — "Академик армз".

Рамки анализа

Здание "Академик армз" находится в шести кварталах от студенческого общежития колледжа Финли. В этом доме восемь квартир, каждая площадью по 1100 кв. футов, с двумя спальнями и двумя ванными комнатами. Дом построен в 1973 г., и все его инженерные системы и строительные элементы, по-видимому, в хорошем состоянии. Нынешний владелец дал Джеку декларацию о доходах за 1989 г., дающую представление о расходах на содержание и доходах от использования дома. Кроме того, владелец заверил Джека в том, что на титуле дома нет никаких ограничений на пользование или закладных. Если Джек решит покупать "Академик армз", то он, разумеется, наймет юриста для проверки состояния прав собственности на этот дом. Но пока он использует только информацию, полученную от владельца.

Джек считает, что такой дом имеет смысл покупать лет на пять. В настоящее время он доволен работой в колледже Финли и надеется проработать там, по меньшей мере, лет до 45. Джек считает, что рынок потенциальных арендаторов ограничен радиусом в одну милю от границ кампуса. Он исходит из того, что студенты, которые ходят в кампус пешком (именно они составят основную категорию потребителей), не станут искать квартиру за пределами этой зоны.

Факторы, определяющие цену

Установив рамки анализа, Джек обозначает факторы, от которых будет зависеть инвестиционный потенциал данного объекта. Как уже упоминалось, к ним относятся: 1) спрос; 2) сам объект; 3) предложение; 4) трансферт собственности.

Спрос

В зоне предполагаемого рынка главенствует колледж Финли — средоточие жизни в этом районе. Спрос на квартиры "Академик армз" будет расти (или уменьшаться) по мере роста численности работников и студентов колледжа.

Джек считает, что у района хорошие, даже блестящие, перспективы. В ближайшие пять лет благодаря крупным финансовым вливаниям (дарению суммы в 25 млн. долл.) профессорско-преподавательский состав колледжа Финли должен увеличиться на 53% и соответственно ожидается рост числа студентов на дневном отделении с 3200 до 4600 человек. Джек узнал, что 70% новых студентов будут жить вне дома. В прошлом студентами Финли были в основном местные жители, но теперь в колледж начнут приезжать студенты из других регионов. Далее, в связи с тем что Финли — частный колледж и плата за обучение в нем довольно высока, большинство его студентов происходят из семей с достатком несколько выше среднего. Студенты, пользующиеся родительской поддержкой, смогут больше платить. Поэтому в целом, как считает Джек, основные факторы спроса на данном рынке выглядят многообещающе.

Объект

Далее следует понять: а будет ли спрос со стороны этого сегмента рынка именно на квартиры "Академик армз"? Джек полагает, что на этот вопрос можно ответить утвердительно. Дом построен в расчете на несколько семей и используется в настоящее время (и будет использоваться в дальнейшем) в соответствии со всеми действующими правилами и жилищным законодательством. Но самое важное — это его расположение. Дело не только в том, что от него недалеко до кампуса, но и в том, что он находится всего в трех кварталах от торгового района при кампусе. К тому же эстетические, социально-экономические, правовые и бюджетно-налоговые условия среды здесь вполне соответствуют требованиям студентов.

Но есть и недостатки: на площадке возле дома можно поставить только шесть машин. Но все же сам дом хорошо выглядит, а довольно просторные квартиры с двумя спальнями и двумя ванными комнатами идеально подходят для того, чтобы в них жили вместе несколько студентов. Джек, хотя ему не приходилось управлять жильем, считает, что, прочитав несколько книг об управлении недвижимостью и пользуясь своими профессиональными знаниями, справится с этим делом.

Предложение

Джек понимает, что, даже если спрос и объект достаточно хороши, прибыли не будет, если на рынке избыток предложения. Слишком сильная конкуренция разорила многих владельцев недвижимости и дельцов. Но, к счастью, считает Джек, дом "Академик армз" находится довольно далеко от объектов-конкурентов. Главное, что район, который он обозначил как зону своего рынка, полностью застроен, причем 80% зданий в нем — жилые дома на одну семью. Жители оказали бы сильное сопротивление любой попытке перестроить район. Единственная потенциальная проблема, как думает Джек, состоит в том, что колледж может построить новые дома для студентов внутри кампуса. Об этом уже поговаривали в администрации, но денег на такой проект пока не нашли. В целом же, как считает Джек, в рыночной зоне дома "Академик армз" нет особой опасности возникновения избыточного предложения.

Процесс передачи имущественных прав

Рынки недвижимости неэффективны. Поэтому, прежде чем продажная цена или доход от сдачи объекта внаем достигнет потенциальной величины, нужно создать условия для того, чтобы покупатели или арендаторы получили достаточно информации. И здесь у Джека, конечно же, немало преимуществ. Ему достаточно лишь развесить объявления в кампусе и уведомить своих студентов, и квартиранты ему обеспечены. Правда, во время летних каникул квартиры будут отчасти пустовать, но Джек считает, что эту проблему можно решить, установив для студентов срок аренды в 12 месяцев и дав им право сдавать места в поднаем с условием, что субарендаторы будут подбираться по тем же критериям, что и основные квартиранты.

Расчет доходности вложения

Размеры дохода от недвижимости зависят как от самого объекта, так и от условий рынка. Вот почему мы уделили столько внимания факторам, определяющим цену. Как часто инвесторы, вкладывающие деньги в недвижимость, проигрывают на том, что только "просматривают цифры", ни во что не вникая.

Цифры

Сейчас миссис Баукер, владеющая домом "Академик армз", просит за него 260 тыс. долл. Для того чтобы облегчить покупку, она готова предложить так называемое финансирование продавцом хорошего покупателя. Условия таковы: 20% выплатить сразу, кредит под залог со ставкой 11,5% годовых и оставшуюся ипотечную задолженность погасить в течение 30 лет. Отчет о прибылях владелицы за 1989 г. приведен в табл. 14.5. Переговорив с миссис Баукер, Джек считает, что она, возможно, примет такие условия: сразу получить 60 тыс. долл. и дать кредит под залог со ставкой 11% годовых на 30 лет. На этой основе Джек и строит свои расчеты.

Анализ потоков денежных средств

Джек начинает анализ поступлений наличности с того, что переделывает отчет о прибылях и убытках, представленный собственником дома, так, как

ТАБЛИЦА 14.5 **Отчет о прибылях и убытках по многоквартирному дому "Академик армз" за 1989 г. (в долл.)**

Валовой рентный доход (8 x 335 x 12)		32 160
Текущие затраты:		
коммунальные услуги	2830	
вывоз мусора	675	
ремонт и обслуживание	500	
продвижение товара и реклама	150	
страховка недвижимости	840	
налоги на недвижимость	3200	
Минус общая сумма текущих затрат		8 195
Чистая операционная прибыль (*NOI*)		23 965

показано в табл. 14.6. Он вводит более высокую арендную плату, повышает показатели затрат и понижает величину чистой операционной прибыли. Джек считает, что из-за того, что нынешняя владелица плохо управляла домом и откладывала на будущее текущий ремонт, она в настоящее время не может брать такую высокую арендную плату, какую позволяет рынок. Кроме того, она тратила меньше того, что придется тратить ему. Во-первых, следует вычесть управленческие расходы. Джек полагает, что необходимо отделить то, что по праву считается вознаграждением за труд, от прибыли на свой капитал. К тому же при продаже дома налог на собственность будет пересчитан в сторону повышения. Прочие затраты, кроме затрат на информацию и рекламу, уже скорректированы с учетом инфляции и большого ремонта. По мнению Джека, со всеми этими поправками чистая прибыль от объекта в течение 1990 г. составит 22 822 долл.

Чистый поток денежных средств *(ATCF) — это годовые потоки денежных средств, полученные от инвестиций в недвижимость, за вычетом всех расходов, налогов и платежей по долгу.*

Амортизация (при инвестировании в недвижимость) — *это вычет из налога, рассчитываемый от первоначальной цены здания и применяемый для учета снижения его экономической ценности.*

"Налоговая защита" — *это форма инвестиций, при которой разрешается уменьшать размер облагаемого дохода.*

Для того чтобы перейти от чистой операционной прибыли *(NOI)* к **чистому потоку денежных средств за вычетом налогов** *(ATCF)*, нам нужно проделать расчеты, показанные в табл. 14.7. Вы видите из этой таблицы, что для расчета показателя *ATCF* сначала надо подсчитать подоходный налог или его уменьшение для Джека в случае, если он станет владельцем дома. В рассматриваемом примере в течение первых трех лет возможна экономия на налогах благодаря тому, что проценты по кредиту и амортизация недвижимого имущества, которые вычитаются из налогооблагаемой прибыли, превышают его чистую операционную прибыль *(NOI)*. Однако в течение последних двух лет эксплуатации недвижимости прибыль превышала разрешенный законом вычет суммы процентов, причитающихся ежегодно по ипотечному кредиту, и начисленной амортизации, поэтому налоги должны быть выплачены полностью. Причиной этого появления и исчезновения денег является **амортизация**. Налоговое законодательство предусматривает возможность вычитания амортизации при расчете налога, которая отражает постепенное снижение экономических качеств объекта. Но поскольку этот вычет не является текущими наличными расходами владельца, он действует как *безналичные затраты*, уменьшающие налоговые выплаты, но увеличивающие поток денежных средств. Иначе говоря, в последующие два года владение домом создаст Джеку **"налоговую защиту"**, поскольку Джек использует убытки, полученные при эксплуатации дома, для снижения нало-

ТАБЛИЦА 14.6 Переделанный отчет о прибылях и убытках по многоквартирному дому "Академик армз" за 1990 г. (в долл.)

Прогнозируемый валовой рентный доход	37 800	
Минус убытки от неплатежей (4%)	1 512	
Реальный валовой доход *(EGI)*		36 288
Текущие затраты:		
управленческие услуги (5% от *EGI*)	1 814	
коммунальные услуги	3 100	
вывоз мусора	750	
ремонт и обслуживание	2 400	
продвижение товара и реклама	150	
страховка недвижимости	960	
налоги на недвижимость	4 292	
Минус общая сумма текущих затрат		13 466
Чистая операционная прибыль *(NOI)*		22 822

ТАБЛИЦА 14.7 Оценка будущих поступлений наличности по дому "Академик армз" за 1990–1994 гг. (в долл.)

	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.
РАСЧЕТ ПОДОХОДНОГО НАЛОГА					
Чистая операционная прибыль *(NOI)*	22 822	24 419	26 128	27 957	29 914
Минус: проценты*	20 350	20 259	20 146	20 022	19 877
амортизация**	6 545	6 545	6 545	6 545	6 545
Налогооблагаемая прибыль (убыток)	(4 073)	(2 385)	(563)	1 390	3 492
Маржинальная ставка налога	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Налоги (–) или экономия на налогах (+)	+1 140	+668	+158	–389	–978
РАСЧЕТ ЧИСТОГО ПОТОКА ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ЗА ВЫЧЕТОМ НАЛОГОВ *(ATCF)*					
Чистая операционная прибыль *(NOI)*	22 822	24 419	26 128	27 957	29 914
Минус погашение ипотеки	21 280	21 280	21 280	21 280	21 280
Поток денежных средств до вычета налогов	1 542	3 139	4 848	6 677	8 634
Налоги (–) или экономия на налогах (+)	+1 140	+668	+158	–389	–978
Чистый поток денежных средств за вычетом налогов *(ATCF)*	2 682	3 807	5 006	6 288	7 656

Среднегодовой чистый поток денежных средств за вычетом налогов $(\overline{CF})$ $= \dfrac{2682 + 3807 + 5006 + 6288 + 7656}{5} = 5088.$

* Ежегодные выплаты рассчитаны на базе ипотечного кредита в 185 000 долл. под 11% с учетом ежегодного реинвестирования.

** Амортизация рассчитана по методу равномерных списаний в течение 27,5 года с первоначальной стоимости в 180 000 долл. Земельный участок оценивается в 65 000 долл.

гооблагаемого дохода, который возник у него из ряда источников: заработной платы, гонорара за консультации, дивидендов на акции, гонораров за публикации (роялти).

Сумму налогов (или сумму, сэкономленную за счет уменьшения налоговых платежей) вычитают из потока денежных средств (или прибавляют к нему)*. Поскольку Джек считается "реальным менеджером" своего имущества (об этом важном положении Закона о налоговой реформе от 1986 г. мы подробнее расскажем в гл. 15), а его доход считается невысоким (об этом тоже см. в гл. 15), он имеет право использовать убытки, понесенные при эксплуатации недвижимости, для сокращения остальной суммы налогооблагаемого дохода. Важно знать, что согласно Закону о налоговой реформе от 1986 г. сумма убытков, которую можно вычитать из налогооблагаемого дохода, ограниченна. Поэтому при расчете будущих чистых потоков денежных средств от недвижимого имущества *(ATCF)* полезно проконсультироваться у специалиста по налогам по поводу правил расчета налогов в случае убытков от недвижимого имущества.

* Если речь идет об обязательствах по налогам, то они должны быть вычтены. Сэкономленные суммы налоговых выплат ("налоговые щиты") прибавляются к расчетному показателю потока денежных средств. *(Прим. науч. ред.)*

Выручка от продажи

Следующее, что сделает Джек, принимая решение о покупке "Академик армз", — это попробует оценить, что он сможет выручить при продаже этого дома. Джек исходит из предположения, что он будет владеть этим домом пять лет. Поэтому он должен спрогнозировать цену, по которой можно будет продать дом, из этой цены вычесть затраты, возникающие при продаже, непогашенную часть ипотечного кредита и сумму федерального подоходного налога. То, что останется, и будет чистой выручкой Джека за вычетом налога. Этот расчет показан в табл. 14.8.

Джек старается оценить свою будущую чистую выручку с достаточно консервативной точки зрения. Он считает, что в силу рыночных условий цена, по которой он купит дом, — 245 000 долл. — будет повышаться на 5% в год. Следовательно, цена продажи через пять лет, по его оценке, будет равна 312 620 долл. Так получается, если умножить 245 000 долл. на фактор наращения (фактор будущей стоимости) 1,276 при ставке сложного процента 5% в течение 5 лет (см. приложение Б, табл. Б.1), т.е. 245 000 долл. × 1,276 = = 312 620 долл. Сделав необходимые вычеты из предполагаемой цены, Джек определяет, что его чистая выручка от продажи дома составит 89 514 долл.

Дисконтированный чистый поток денежных средств

На этой стадии Джек дисконтирует предполагаемую выручку, т.е. приводит ее к текущей оценке. В процессе расчетов (табл. 14.9) Джек находит, что при требуемой норме доходности чистый поток денежных средств от продажи недвижимости в текущем исчислении должен быть равен 5442 долл. При этом текущая стоимость тех поступлений, которые предвидит Джек, на

ТАБЛИЦА 14.8 Прогноз чистой выручки от продажи дома "Академик армз" за вычетом налогов в 1994 г. (в долл.)

РАСЧЕТ ПОДОХОДНОГО НАЛОГА	
Предполагаемая цена продажи (при 5%-м ежегодном росте цен)	312 620
Минус затраты на продажу (темп роста 7%)	21 883
Минус балансовая стоимость дома (цена приобретения за вычетом накопленной амортизации)	212 275
Прибыль от продажи актива (прирост капитала)	78 462
× Ставка налога на прибыль*	28%
Сумма налога к оплате	21 969
РАСЧЕТ ЧИСТОЙ ВЫРУЧКИ ЗА ВЫЧЕТОМ НАЛОГОВ	
Предполагаемая цена продажи актива	312 620
Минус затраты на продажу	21 883
Минус погашение ипотечного кредита	179 254
Чистая выручка до уплаты налогов	111 483
Минус сумма налога к оплате (см. выше)	21 969
Чистая выручка от продажи за вычетом налогов ($CF_{R_{1994}}$)	89 514

* По Закону о налоговой реформе от 1986 г. эта прибыль облагается по 28%-й ставке, как и обычные доходы.

5500 долл. превысит первоначально вложенную сумму. Следовательно, эта покупка отвечает его критерию приемлемости инвестиций.

Приблизительная доходность

В качестве альтернативы можно воспользоваться формулой приблизительной доходности инвестиций, применяя сумму первоначального вложения собственного капитала I_0 = 60 000 долл., а также среднегодовые чистые потоки денежных средств за вычетом налога $\overline{CF}$, равные 5088 долл. (они рассчитаны в нижних строках табл. 14.8), и чистую выручку (поток денежных средств) от продажи недвижимости за вычетом налога $CF_{R_{1994}}$, равную 89 514 долл. (рассчитана в табл. 14.8). Подставив эти значения в приведенную ранее формулу приблизительной доходности, получаем:

$$\text{Приблизительная доходность} = \frac{\overline{CF} + \dfrac{CF_{R_n} - I_0}{n}}{\dfrac{CF_{R_n} + I_0}{2}} =$$

$$= \frac{5088\text{ долл.} + \dfrac{89\,514\text{ долл.} - 60\,000\text{ долл.}}{5}}{\dfrac{89\,514\text{ долл.} + 60\,000\text{ долл.}}{2}} = \frac{5088\text{ долл.} + 5903\text{ долл.}}{74\,757\text{ долл.}} =$$

$$= \frac{10\,991\text{ долл.}}{74\,757\text{ долл.}} = \underline{\underline{14,7\%}}.$$

Поскольку приблизительная доходность в 14,7% — это больше, чем требуется Джеку (13%), инвестиции в недвижимость отвечают критерию приемлемости (аналитический показатель приблизительной доходности превосходит требуемую норму доходности инвестиций. — *Прим. науч. ред.*). Хотя этот показатель — всего лишь примерная, ориентировочная доходность (так как рассчитывался грубым, упрощенным способом. — *Прим. науч. ред.*), при правильном применении он всегда дает тот же самый результат и приводит к тому же выводу о приемлемости инвестиций, что и расчет методом чистой приведенной стоимости.

Выводы и их интерпретация

Теперь Джеку пора подвести итоги своей работы. Он дает оценку анализу рынка, проверяет все фактические и цифровые данные в расчете отдачи от вложения, затем рассматривает полученные данные с точки зрения собственных финансовых и нефинансовых целей. Затем задает себе вопрос: при прочих равных условиях стоит ли эта покупка того риска, с которым она связана? Он решает, что стоит. По-видимому, это хорошая покупка. Но даже положительный ответ все-таки не означает, что Джек должен непременно купить этот дом. Он может поискать другие варианты. Более того, он может обратиться к оценщику недвижимости, чтобы убедиться в том, что собирается дать за дом разумную цену с учетом того, по каким ценам в последнее время продавались примерно такие же дома в той же рыночной зоне. Тем не менее Джек как настоящий ученый понимает, что любую проблему можно изучать до бесконечности, не получив при этом всей необходимой информации. Он дает себе неделю для того, чтобы поискать другие

ТАБЛИЦА 14.9 Чистая приведенная стоимость инвестиций в многоквартирный дом "Академик армз" *

$$NPV = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5 + CF_{R_5}}{(1+r)^5}\right] - I_0;$$

$$NPV = \left[\frac{2682\ \text{долл.}}{(1+0{,}13)^1} + \frac{3807\ \text{долл.}}{(1+0{,}13)^2} + \frac{5006\ \text{долл.}}{(1+0{,}13)^3} + \frac{6288\ \text{долл.}}{(1+0{,}13)^4} + \frac{97\ 170\ \text{долл.}^{**}}{(1+0{,}13)^5}\right] - 60\ 000\ \text{долл.}$$

NPV^{***} = 2374 долл. + 2981 долл. + 3469 долл. + 3855 долл. + 52 763 долл. – 60 000 долл.

NPV = 65 442 долл. – 60 000 долл.

NPV = + 5442 долл.

* Предполагается, что все поступления приходятся на конец года.

** Включая как ежегодный поток денежных средств за пятый год (за вычетом налогов), равный 7656 долл., так и чистую выручку от продажи недвижимости (за вычетом налогов), равную 89 514 долл.

*** Рассчитана с помощью факторов дисконтирования из табл. Б.3 приложения Б.

объекты и поговорить с оценщиком недвижимости. Он решает, что, если не появится ничего нового, ему следует купить дом "Академик армз". В рамках предложенных ему условий он готов заплатить 245 тыс. долл.

ПАССИВНЫЕ ФОРМЫ ВЛОЖЕНИЙ В НЕДВИЖИМОСТЬ

Вложения в недвижимость обычно делаются путем личной покупки объекта, а также через трастовые фонды инвестиций в недвижимость *(REIT)* и партнерства по управлению недвижимостью *(RELP)*. (Чтобы уйти от налоговых осложнений, инвесторы, вкладывающие деньги в недвижимость, стараются не прибегать к корпоративной форме собственности, хотя в будущем корпоративная форма может получить более широкое распространение благодаря недавним изменениям в налоговой системе.) Владение недвижимостью на правах индивидуальной (а не коллективной) собственности особенно типично для наиболее обеспеченных инвесторов, а также для тех, кто профессионально занимается помещением денег в недвижимость, и для финансовых учреждений. Главное преимущество данной формы — это личный контроль, а главный недостаток — это то, что для нее требуется сравнительно крупный капитал. Хотя мы до сих пор подчеркивали, насколько важна аналитическая работа, активно проводимая индивидуальным инвестором, большинство наших читателей, скорее всего, примут в ней только пассивное участие, вкладывая деньги либо в трастовый инвестиционный фонд *(REIT)*, либо в партнерства по управлению недвижимостью *(RELP)*. Как показано в материале, приведенном во вставке "Проницательному инвестору", мелкие инвесторы находят, что обращение к правовой форме партнерства закрытого типа* — это идеальный инструмент для привлече-

* Партнерство закрытого типа *(private partnership)* — популярная правовая форма организации бизнеса в сфере услуг, в том числе финансовых. В соответствии с американским законодательством такое партнерство не нуждается в регистрации Комиссией по ценным бумагам и биржам, но может иметь максимум 35 членов. С точки зрения ответственности члены партнерства делятся на генеральных партнеров (несущих неограниченную ответственность по обязательствам общества) и партнеров с ограниченной ответственностью (несущих ответственность по обязательствам общества лишь в пределах собственного инвестиционного пая). Если партнерство стремится привлечь широкий круг участников (свыше 35), то его деятельность и документы должны пройти регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам. *(Прим. науч. ред.)*

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Партнерства закрытого типа по управлению недвижимостью для мелких инвесторов

Как может мелкий инвестор поймать большую удачу? Вы думаете, что для этого ему надо вложить деньги в трастовый фонд инвестиций в недвижимость *(REIT)* или партнерство открытого типа, потому что они объединяют деньги мелких вкладчиков и покупают портфели недвижимости по всей стране? Но Майкл Сьюмикрэст, специалист по экономике жилищного хозяйства и издатель бюллетеня "Перспективы недвижимости", считает, что самые лучшие варианты вы найдете "в своем районе. Это может быть и жилой дом, и небольшое нежилое здание, может быть что-то, требующее ремонта. Вы знаете свой район, участвуете в заключении сделки, управляете вашим владением. Вы можете действительно заработать очень много".

Проблема в том, что очень немногие могут сразу сделать первый взнос, а за покупку, стоящую 500 000 долл., надо сразу заплатить 125 000 долл. Но Сьюмикрэст и другие специалисты-риэлторы предлагают вам попробовать вместе с друзьями или родственниками организовать партнерство с ограниченной ответственностью закрытого типа. Тогда размер первоначального взноса сократится до посильной для вас суммы, вы распределите риск между несколькими инвесторами и в то же время, скорее всего, сохраните за собой право вычесть не менее 25 000 долл. убытков от недвижимости при расчете налогооблагаемого дохода.

Вот, например, группа инвесторов из Денвэра. Несколько лет назад они сложили свои деньги: кто-то внес 5000 долл., кто-то — 20 000 долл.; набрали 65 000 долл. для первоначального взноса за двухэтажный нежилой дом ценой 465 тыс. долл. на улице Санта-фе-драйв, когда этот район был одним из самых убогих в городе. Но этот район расположен недалеко от центра и от места, где планируется строительство городского дома собраний. Марк Левине, выполняющий в образованном партнерстве распорядительные функции, понял, что от такого соседства будет прок. И он оказался прав: улица Санта-фе-драйв ожила, а в доме, купленном компанией, расположились магазин, шесть офисов и ресторанчик.

В синдикат Марка Левине входят, кроме него самого, его жена Элен — консультант-риэлтор, Роберт Питлер — юрист, Харви Сандел — владелец маркетинговой фирмы, Эндрю Селиг — психолог и специалист по рынку недвижимости — профессор Кент, брат Марка.

Марк Левине в свои 45 лет — настоящий лидер. В области операций с недвижимостью он специалист по всем направлениям: юрист, бухгалтер, автор ряда книг по риэлторскому делу и преподаватель — профессор университета Денвэра. Он не без успеха вкладывал деньги в недвижимость последние 20 лет, что лишь подтверждает первое правило, которого надо держаться, создавая партнерскую компанию: постарайтесь привлечь в ее члены кого-нибудь, кто понимает в недвижимости, к примеру брокера или юриста.

Правило второе: инвестиционные цели всех партнеров, как и их готовность нести риск, должны совпадать. Они вместе должны решить, что важнее: приток наличности или налоговые льготы? Хотят ли они купить объект и "сбросить" его ради получения

немедленной прибыли или рассчитывают на длительную перспективу? По наблюдениям Левине, в большинстве случаев "на рынке недвижимости действует цикличность, на него нельзя прийти и сразу сорвать куш".

Правило третье: даже если у вас идеальные партнеры, для составления формального договора о партнерстве с ограниченной ответственностью пригласите юриста. "Вы сэкономите массу времени, денег и нервов в дальнейшем, заплатив за хороший документ несколько сотен или тысяч долларов", — говорит Мартин М. Шенкман, автор книги "Все о налоговом планировании в операциях с недвижимостью". Но прежде чем юрист приступит к делу, оговорите, какие вопросы должны войти в соглашение. Например, будет ли партнерство генеральным, как у Левине, т.е. таким, в котором все члены обладают правом принимать решения и несут полную финансовую ответственность? Или оно будет ограниченным, т.е. генеральный ("полный") партнер будет обладать большей частью прав, а ответственность каждого инвестора будет ограничиваться лишь размером его денежного вклада? Сколько должен будет вложить каждый партнер первоначально и сколько в дальнейшем, если объект не дает достаточного дохода? Что если кто-то хочет продать объект, а другие партнеры не хотят? По предложению Левине, в договоре должно быть записано, что группа имеет право выкупить долю такого партнера.

Когда вы ищете объект для вложения денег, старайтесь, чтобы до него можно было доехать на машине и вернуться в тот же день, и выбирайте из того, что вам уже знакомо. Если самый опытный из ваших партнеров знаком только с рынком найма квартир, не покупайте торговый центр. Как говорит Том Оксеншлагер, специалист по налогам из вашингтонской аудиторской фирмы "Грант Торнтон", "вы можете встать на одну ступень с экспертами только благодаря личному опыту". Кроме того, он настаивает на том, что главной целью вашей деятельности должны быть не налоговые льготы, а прибыль. "После налоговой реформы, — говорит он, — правительство больше не субсидирует операции с недвижимостью. Поэтому ищите объекты, имеющие реальное экономическое содержание".

Как только вы найдете что-то стоящее, Левине советует вам убедиться в том, что найденный объект отвечает следующему критерию. Он говорит: "Подсчитайте прогнозную норму годовой доходности вашего объекта недвижимости, учитывая такие показатели, как рост ее стоимости, потоки денежных средств, прирост стоимости собственного капитала по мере выплаты кредита. Норма доходности инвестиций в недвижимость должна составлять, по меньшей мере, от 10 до 20% плюс налоговые льготы". Что касается партнерства "Санта-фе", то здесь он полон оптимизма и ожидает 40%-й доходности, даже несмотря на то, что в настоящее время здание приносит ежемесячно по 1000 долл. убытка и каждый партнер должен делать взнос от 100 до 200 долл. на покрытие этого убытка. Но Левине ожидает, что арендная плата будет постоянно расти и в течение двух ближайших лет здание станет устойчиво прибыльным, а через пять лет его можно будет продать с хорошей прибылью.

Почему Левине не стал покупать его сам? Вот его ответ: "Я хотел вложить деньги в различные объекты, снизить риск, и, кроме того, мне хотелось купить что-нибудь подороже". Все эти цели были достигнуты с помощью организации небольшого синдиката.

Источник: Robin Micheli, "To Make Big Profits, Invest with Friends in Your Own Backyard", *Money*, March 1989, pp. 177—178.

ния необходимого объема финансирования, распределения риска и получения экономии на налогах по вложениям в недвижимость. Мы рассмотрим оба варианта вложений в недвижимость.

Трастовые инвестиционные фонды управления недвижимостью *(REIT)*

Трастовый инвестиционный фонд управления недвижимостью *(REIT)* — *это разновидность инвестиционных компаний закрытого типа, размещающих капитал, привлеченный путем продажи акций инвесторам, в различные объекты недвижимости и/или закладные на недвижимость.*

Трастовый инвестиционный риэлторский фонд *(REIT)*, или трастовый инвестиционный фонд управления недвижимостью, — это разновидность инвестиционных компаний закрытого типа (см. гл. 13); вкладывает деньги, полученные от продажи акций инвесторам, в различные объекты недвижимости и/или закладные на недвижимость. Фонды типа *REIT* были основаны после принятия в 1960 г. Закона об инвестиционных фондах по вложениям в недвижимость, установившего правила их создания, а также правила и процедуры вложения средств и распределения дохода. Привлекательность этих фондов состоит в том, что в них мелкие вкладчики могут получать как прирост курсовой стоимости акций, так и доход от владения недвижимостью, не утруждая себя управлением этой недвижимостью. Фонды типа *REIT* были очень популярны до середины 70-х годов, до момента, когда рынок недвижимости рухнул из-за огромного количества безнадежных долгов и превышения предложения над спросом. Но в начале 80-х годов и рынок недвижимости, и фонды типа *REIT* начали оживать. К 1989 г. насчитывалось уже около 170 таких фондов. Возрождение интереса к ним было связано не только с пониженными ставками по закладным и ростом спроса на недвижимость, но и с тем, что интерес к партнерствам с ограниченной ответственностью по инвестициям в недвижимость (о них пойдет речь ниже) резко снизился вследствие попыток Федерального агентства по налогам уменьшить их налоговые преимущества. (Эти усилия Федерального агентства, в конце концов, и привели к принятию Закона о налоговой реформе в 1986 г.) Поэтому фонды типа *REIT* стали популярной формой пассивных инвестиций в недвижимость, они известны как инструменты инвестирования, приносящие доходность в 10—20% годовых, а некоторые 30% и более.

Принципы работы

Фонды типа *REIT* продают свои акции всем желающим и вкладывают выручку от продажи, а также заемные средства в портфели инвестиций в недвижимость. Следовательно, инвестору принадлежит доля в портфеле инвестиций в недвижимость, который держит такой фонд. Обычно фонд типа *REIT* создает норму доходности на 1—2%-х пункта выше нормы доходности акций фондов денежного рынка и примерно такую же, как у высококлассных корпоративных облигаций. Закон обязывает фонды типа *REIT* распределять 95% прибыли в форме дивидендов, что оставляет им мало средств на новые приобретения. Кроме того, они должны держать, по меньшей мере, 75% своих активов в виде недвижимости и владеть каждым объектом не меньше четырех лет.

Как и любой инвестиционный фонд, каждый *REIT* ставит перед собой определенные инвестиционные цели, которые необходимо тщательно изучить перед тем, как вкладывать в фонд деньги. Существуют три основные разновидности таких фондов:

- **Трастовый инвестиционный риэлторский фонд, ориентированный на долю участия в объекте недвижимости *(Equity REITs)*:** подобные фон-

ды вкладывают собранные деньги в такие объекты, как торговые центры, гостиницы, конторские здания.

- **Трастовый инвестиционный риэлторский фонд ипотечного кредитования (*Mortgage REITs*)**: они дают ипотечные кредиты под строительство недвижимости и под залог недвижимости индивидуальным инвесторам.
- **Трастовый инвестиционный риэлторский фонд смешанного типа (*Hybrid REITs*)**: подобные фонды осуществляют инвестиции, приобретая долю участия (как первые), а также занимаются ипотечным кредитованием индивидуальных инвесторов (как вторые)*.

Акции фондов типа *REIT* продаются на фондовых биржах, таких, как *NYSE* и *AMEX*, а также на внебиржевом рынке *(OTC)*. К числу наиболее известных фондов этого типа относятся "Федерал риэлти", "Пенсильвания *REIT*", "Ферст юнион риэлти", "Вашингтон риэл эстейт инвестмент траст", "*ICM* проперти" и "Моргедж инвестментс плас".

Как осуществлять инвестиции в трастовые инвестиционные риэлторские фонды

Фонды типа *REIT* предоставляют инвесторам удобный механизм вложения денег в недвижимость и покупку закладных, а также в то и другое одновременно. Кроме того, они находятся под управлением профессиональных менеджеров, так что инвесторы могут играть пассивную роль. Более того, поскольку акции фондов могут обращаться на фондовых рынках, инвесторы могут пользоваться услугами, которых не предоставляет большинство партнерств с ограниченной ответственностью, а именно: покупать и продавать акции фондов через брокеров, предоставляющих полный набор услуг, либо через дисконтных брокеров. Инвесторы этих фондов могут пользоваться налоговыми льготами, если они вносят акции фонда на индивидуальные пенсионные счета *(IRA)*, счета плана Кеога или вкладывают их в какие-либо финансовые инструменты с отложенной выплатой налогов.

Чтобы узнать, на что вы можете рассчитывать, проще всего взять список интересующих вас фондов типа *REIT* и обзвонить их или разослать письма с просьбой сообщить об имуществе и/или закладных, которыми они располагают, о методах управления, планах на будущее и результатах деятельности. Дополнительную информацию об инвестициях в фонды типа *REIT* можно получить в Национальной ассоциации трастовых инвестиционных риэлторских фондов.

Полученную информацию следует оценивать, исходя из того, о какой разновидности фонда идет речь. Фонды первого типа, приобретающие права собственности на объекты недвижимости, относятся к числу самых популярных, так как напрямую зависят от роста доходности недвижимого имущества. Если плата за аренду объекта растет, то будут расти и распределяемые фондом дивиденды или поднимется курс акций самого фонда в соответствии с увеличением стоимости объектов недвижимости. Акции фондов

* Фонды первого типа либо становятся полными собственниками объектов недвижимости, либо приобретают в них доли участия. Поэтому акционеры этих фондов получают доход в виде дивидендов, источником которых являются дивиденды и прирост капитала от объектов недвижимости: их эксплуатации, присвоения ренты или продажи. Фонды второго типа ведут кредитные операции, поэтому их акционеры получают дивиденды, которые образуются из сумм процентов по закладным. *(Прим. науч. ред.)*

именно этого типа поддаются стандартному анализу, который описан в гл. 7 и 8 применительно к оценке обыкновенных акций. Поскольку фонды второго типа (предоставляющие ипотечные кредиты) получают бо́льшую часть дохода в виде процентных платежей по закладным на недвижимость, их акции обычно продаются так же, как и облигации. Поэтому к ним применимы многие приемы анализа инвестиций в облигации, изложенные в гл. 9. Акции фондов третьего, смешанного типа обладают как свойствами первых, так и свойствами вторых, и анализировать их надо в соответствии с этим. Независимо от типа трастовых инвестиционных риэлторских фондов к оценке их целей и результатов следует подходить примерно так же, как и к вложениям во взаимные фонды (см. гл. 13). Тщательно проверьте, какими объектами недвижимости и какими закладными они владеют. Не забудьте проверить, каковы норма текущей доходности акций фондов и курсовые доходы. И самое главное, выбирайте тот фонд, который соответствует приемлемым для вас уровням риска и доходности.

Партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью *(RELP)*

Партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью *(RELP)* — *это объединение инвесторов, вкладывающее средства в различные виды недвижимости и осуществляющее профессиональное управление инвестициями, которое возлагается на генерального партнера, ответственность которого не ограничена, а все остальные партнеры (пассивные) имеют ограниченную ответственность в пределах их инвестиционных паев.*

"Синдикат одного объекта" — *это разновидность риэлторского партнерства закрытого типа, учреждаемого с целью сбора денег для покупки определенного вида недвижимости (одного или нескольких объектов).*

"Слепой пул" — *это разновидность риэлторского партнерства закрытого типа, не объявляющего заранее объект своих инвестиций и осуществляющего их по усмотрению организатора партнерства.*

Партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью *(RELP)* — это объединение инвесторов, вкладывающее средства в различные виды недвижимости. Одни компании типа *RELP* создаются для спекуляций с пустующими земельными участками, другие помещают капитал в приносящую доход недвижимость, например в жилые дома, которые сдаются внаем поквартирно, в конторские здания, третьи инвестируют в разного рода закладные (они называются ***ипотечными партнерствами*** в отличие от так называемых ***партнерств собственнической ориентации***, которые владеют землей и строениями). Менеджеры компаний типа *RELP* берут на себя роль генерального ("полного") партнера, что означает неограниченную ответственность, в то время как остальные инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью, поэтому законные претензии к ним могут быть предъявлены только в размере их первоначальных вложений. В большинстве партнерств закрытого типа по управлению недвижимостью устанавливается минимальная величина пая — от 2500 до 10 000 долл. Ограниченная ответственность наряду с потенциально высоким доходом, который обеспечивает эта форма партнерства, делает их весьма привлекательными для вкладчиков, желающих приобрести недвижимость. (Подробное описание структуры и деятельности партнерств с ограниченной ответственностью дано в гл. 15.) Вложения в партнерства закрытого типа можно делать как напрямую по рекламным объявлениям в сводках и бюллетенях финансовой информации, так и через биржевых брокеров, специалистов по финансовому планированию, или прибегая к помощи брокеров-риэлторов.

Типы синдикатов

Существует два основных типа риэлторских партнерств: "синдикат одного объекта" и "слепой пул". **"Синдикат одного объекта"** учреждается для сбора денег на покупку конкретного вида объекта (одного или нескольких). Например, для покупки объекта ценой в 1 млн. долл. продается 50 паев такого партнерства по 7500 долл. за один пай. (Пай такого партнерства соответствует акции акционерного общества и представляет собой долю собственности на его капитал.) В данном случае от партнеров поступит всего 375

тыс. долл. (50 × 7500 долл.), а остальные 625 тыс. долл. будут взяты взаймы. "Слепой пул" формируется его организатором (нередко это широкоизвестное лицо) для сбора объявленной суммы денег, которые организатор вложит по своему усмотрению; правда, какой-то объект или даже ряд объектов обычно уже бывает на примете у генерального ("полного") партнера. Организатор "слепого пула" получает определенный процент от всей суммы дохода пула в качестве вознаграждения за управление. Этот тип партнерства нередко создают крупные брокерские риэлторские фирмы.

Как инвестировать в партнерства по управлению недвижимостью

До принятия Закона о налоговой реформе от 1986 г. главной приманкой риэлторских партнерств типа *RELP* была налоговая защита их доходов. Но ситуация изменилась, и сейчас вложения в партнерства с ограниченной ответственностью рассматриваются в качестве ***пассивных*** форм инвестиций, как и другие виды инвестиций в недвижимость. А потому суммы списаний с налогооблагаемого дохода при расчете налогов не могут превышать годовой прибыли. Это означает, что списания не могут защищать доход, относящийся к категории ***обыкновенного***, от налогообложения. Акции этих компаний, пусть даже отчасти потерявшие прежнюю привлекательность, все же остаются популярным инструментом инвестиций в недвижимость, особенно среди тех, кто не располагает большими средствами. В наши дни эти компании уже не очень широко афишируют свои права на налоговые льготы для инвесторов, меньше пользуются "эффектом рычага" (а некоторые совсем ***не используют*** заемный капитал) и строят свою работу так, чтобы давать инвесторам хороший текущий доход (в виде ренты и т.д.) и/или прирост капитала. В сущности, теперь они развиваются не за счет искусственных налоговых льгот, а за счет реальных преимуществ результатов инвестирования. Тот, кто в состоянии вложить не более 1000 или 5000 долл., может найти своему капиталу хорошее применение в области недвижимости, тщательно выбрав одну из таких фирм.

Действительное партнерство по управлению недвижимостью — *это партнерство с ограниченной ответственностью, акции которого размещаются публично и обращаются на фондовых биржах.*

Раньше годовая доходность инвестиций в акции партнерств по управлению недвижимостью *(RELP)* составляла от 5 до 15%. (Конечно, ***нет*** никакой гарантии, что такая доходность сохранится и в дальнейшем.) К характеру дохода в каждом синдикате относятся по-своему. Большинство риэлторских партнерств с ограниченной ответственностью стремится обеспечивать своим инвесторам достаточно высокий текущий доход, но некоторые считают, что важнее добиваться прироста капитала. Естественно, перед тем как покупать паи такого синдиката, необходимо оценить их с точки зрения риска и доходности, а для этого надо иметь полное представление о целях синдиката, качестве управления, а также о том, с каким имуществом он работает. Нужную для этого информацию в форме ***проспекта*** можно получить у его организатора. Один из главных недостатков компаний такого типа состоит в том, что из них всегда было трудно выйти, так как для их паев не существует организованного рынка. Правда, несколько лет назад казалось, что их ликвидность может улучшиться благодаря тому, что среди этих компаний образовалась группа так называемых **действительных партнерств по управлению недвижимостью** *(master limited partnership)*, акции которых открыто размещаются и обращаются на фондовых биржах. Действительные

партнерства по управлению недвижимостью представляют собой структуры холдингового типа, составленные из риэлторских партнерств как открытого, так и закрытого типа (с ограниченным числом членов). (Доли участия в действительных партнерствах продаются на вторичном фондовом рынке в виде *депозитарных расписок. — Прим. науч. ред.*) Но их преимущества были сильно уменьшены при недавнем пересмотре налогового законодательства. Перед тем как покупать долю участия в риэлторских партнерствах с ограниченной ответственностью *(RELP)*, проверьте, насколько они хороши в качестве финансового инструмента достижения ваших инвестиционных целей.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Отправной точкой анализа инвестиций в недвижимость является постановка целей. Она предполагает учет инвестиционных характеристик, формулировку задач и ограничительных условий, а также определение масштабов аналитической работы.
- Недвижимость инвестиционного назначения — это личная недвижимость, приносящая доход недвижимость (квартиры и нежилые помещения, сдающиеся внаем) и имущество, приобретаемое в спекулятивных целях, например пустующие земельные участки. Вложения в недвижимость могут быть и чрезвычайно надежными, и крайне спекулятивными. Недвижимость можно приобретать как за полную цену, так и в кредит.
- Чтобы определить масштабы аналитической работы, нужно рассмотреть конкретный объект и точно установить, какие юридические права и обязательства связаны с этим объектом. Кроме того, следует определить срок сделки и ту географическую зону, к которой имеет отношение данный объект.
- Анализ сделки с недвижимостью обычно строится на четырех факторах, определяющих стоимость сделки: спросе, предложении, характеристиках объекта и трансферте прав на него. Спрос — это готовность и возможность людей покупать или арендовать объекты, а предложение — это все те объекты, которые предлагаются на выбор потенциальным покупателям и арендаторам.
- В анализе сделки с недвижимостью следует учитывать, каким образом ограничивается пользование объектом, где он расположен, каково его окружение, какие потребуются улучшения, как им предстоит управлять. Процесс трансферта прав включает получение информации об объекте и ведение переговоров об условиях контракта (на продажу или аренду).
- Для того чтобы назначить цену объекта, можно применить методы определения оценочной рыночной стоимости или метод анализа потоков денежных средств. Оценка рыночной стоимости осуществляется затратным методом, методом рыночных сравнений или доходным методом. Для составления или подтверждения оценки некоторые инвесторы прибегают к помощи аналитиков-оценщиков.

- Для определения доходности вложений делается прогноз потоков денежных средств и рассчитывается либо показатель чистой текущей стоимости, либо приблизительная доходность. Пользуясь этими приемами и конкретными рыночными данными, инвестор может оценить доходность объекта.
- При оценке перспектив вложения в недвижимость необходимо учитывать уровень риска, который зависит в том числе и от степени применения "рычага". Кроме того, при принятии решения количественный анализ должен быть сопряжен со всеми субъективными соображениями и учетом конкретной рыночной ситуации.
- Вложения в трастовые инвестиционные риэлторские фонды *(REIT)* — это пассивная форма инвестирования в недвижимость, которая позволяет инвестору покупать выпущенные в открытую продажу акции компаний, вкладывающих средства в управляемые профессиональными менеджерами портфели недвижимого имущества и/или закладные. Акции риэлторских фондов можно оценивать, исходя из желаемого уровня риска и доходности, точно так же, как и прочие акции, облигации и акции взаимных фондов.
- Партнерства закрытого типа по управлению недвижимостью *(RELP)* дают возможность покупать доли участия в профессиональных риэлторских синдикатах, вкладывающих средства в конкретные виды недвижимости и/или закладные. В настоящее время их преимущества состоят не столько в праве на налоговые льготы, сколько в том, что они приносят достаточно высокий текущий доход и/или прирост капитала. Крупный недостаток таких партнерств состоит в том, что они в целом не очень ликвидны.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Почему аналитическая работа при инвестициях в недвижимость должна начинаться с определения целей?
2. Каким образом включение недвижимости в инвестиционный портфель может снизить общий уровень риска?
3. Дайте определение и объясните различия между: 1) личной недвижимостью; 2) приносящей доход недвижимостью; 3) недвижимостью, приобретаемой в спекулятивных целях.
4. Какие соображения — финансовые или нефинансовые — важнее всего при заключении сделок с недвижимостью?
5. В чем отличие личного имущества от недвижимости? Расскажите, почему это важно для тех, кто вкладывает деньги в недвижимость.
6. Спрос принято показывать на графике в виде кривой, наклоненной вниз. Если речь идет об анализе рынка недвижимости, что конкретно показывает такая кривая?
7. Предложение принято показывать на графике в виде кривой, направленной вверх. Если речь идет об анализе рынка недвижимости, что конкретно показывает такая кривая?
8. Эффективны ли рынки недвижимости? Почему да или почему нет?
9. Объясните следующее положение: рыночная стоимость — это во всех случаях та цена, по которой объект может быть продан.
10. Почему инвестору, вкладывающему деньги в недвижимость, так нужен управляющий?

11. Коротко расскажите о трех методах, применяемых оценщиками недвижимости для определения рыночной стоимости объектов.

12. Вложения в недвижимость можно разделить на различные категории в соответствии с целями инвестирования. Расскажите, какие бывают цели и какие виды объектов им соответствуют.

13. Инвестор Чарлз Кук рассматривает два варианта финансирования покупки некоего объекта недвижимости ценою в 50 тыс. долл. Первый вариант предполагает оплату наличными, а второй — кредит на 80% цены объекта под 10,5% годовых. При условии, что стоимость объекта будет расти на 7500 долл. в год, подсчитайте: а) чистый доход Чарлза; б) доходность его инвестиций в обоих вариантах. Если стоимость объекта будет снижаться на 7500 долл. в год, что вы ответите на вопросы "а" и "б"?

14. Дайте определение амортизационных списаний при расчете подоходного налога. Объясните, почему они дают возможность защищать доходы от уплаты налога. Какие вложения в недвижимость дают право на эту льготу?

15. Объясните, что такое: а) чистая операционная прибыль *(NOI)*; б) чистый поток денежных средств за вычетом налога *(ATCF)* применительно к доходу от недвижимости.

16. Ники Гресис рассчитывает получить в будущем году от объекта стоимостью 120 000 долл., который он только собирается купить, валовой рентный доход, равный 20 000 долл. При этом потери дохода в связи с тем, что часть объекта не будет сдана в аренду и не вся рента будет получена, составят 5% валового дохода, а текущие расходы на обслуживание объекта составят 10 000 долл. По закладной на этот объект нужно будет платить по 8500 долл. в год. Проценты по закладной и амортизация за три следующих года приведены ниже (Ники платит налог в случае прироста дохода по ставке 28%).

Год	Процентный доход (в долл.)	Амортизация (в долл.)
1-й	8300	4500
2-й	8200	4500
3-й	8100	4500

Ожидается, что чистая операционная прибыль, начиная со второго года, будет увеличиваться на 6% ежегодно.

а) Рассчитайте чистую операционную прибыль *(NOI)* за каждый год из следующих трех лет.

б) Рассчитайте чистый поток денежных средств за вычетом налога *(ATCF)* за каждый год из следующих трех лет.

17. Уолт Хаббл собирается продать объект, который он сдает в аренду и который купил за 200 тыс. долл. Он считает, что стоимость объекта за те четыре года, что он им владел, увеличивалась на 6% в год. При продаже он должен будет заплатить комиссионные в размере 5% продажной цены. В настоящее время балансовая стоимость объекта равна 137 тыс. долл. Остаток непогашенной ссуды под залог объекта равен 155 тыс. долл. Уолт платит 28%-й налог на прирост любого дохода.

а) Рассчитайте величину налога на прибыль от предполагаемой продажи объекта.

б) Рассчитайте чистый поток денежных средств от предполагаемой продажи объекта (CF_R) за вычетом налога на прибыль.

18. Бези Фостер оценивает потоки денежных средств за четыре года за вычетом налога *(ATCFs)* и поток денежных средств на четвертый год от продажи (CF_R) объекта, который он собирается купить.

Год	*ATCF*	(CF_R)
1-й	6200	
2-й	8000	
3-й	8300	
4-й	8500	59 000

Для покупки объекта требуется затратить 55 тыс. долл. Този должен получить как минимум 14%-ю доходность инвестиций.

а) Рассчитайте чистую текущую стоимость *(NPV)* предполагаемой покупки.
б) Рассчитайте приблизительную доходность этого вложения.
в) Что вы посоветуете Този в связи с результатами, полученными по пп. "а" и "б"?

19. Объясните, почему объект может оказаться неприемлемым для инвестора, несмотря на то, что он приемлем по таким параметрам, как чистая текущая стоимость *(NPV)* и приблизительная доходность.

20. Коротко расскажите о том, как вкладывать деньги и оценивать вложения в следующие пассивные формы инвестирования в недвижимость:

а) трастовые инвестиционные риэлторские фонды *(REITs)*;
б) партнерства закрытого типа по управлению недвижимостью *(RELPs)*.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

14.1. Гэри Софер дает оценку многоквартирному дому "Уэбэш оукс"

Гэри Софер хочет определить рыночную стоимость 18-квартирного дома "Уэбэш оукс". В доме девять квартир с одной спальней и девять — с двумя. Нынешний владелец "Уэбэш оукс" дал Гэри 1 марта 1990 г. следующий годовой отчет о прибыли.

ГОДОВОЙ ОТЧЕТ ВЛАДЕЛЬЦА МНОГОКВАРТИРНОГО ДОМА "УЭБЭШ ОУКС" О ПРИБЫЛИ ЗА 1989 г. (В ДОЛЛ.)

Валовой доход		65 880
Минус затраты:		
коммунальные услуги	14 260	
страховка	2 730	
текущий ремонт и техническое обслуживание	1 390	
налоги на имущество	4 790	
выплаты по закладной	18 380	
Итого затраты		41 550
Чистая операционная прибыль		24 330

В настоящее время ставки арендной платы за примерно такие же квартиры, как в "Уэбэш оукс", колеблются в пределах 300—315 долл. в месяц за квартиру с одной спальней и 340—360 долл. — за квартиру с двумя спальнями. Изучив рынок, Гэри пришел к выводу, что норма капитализации для этого дома должна составить примерно 9,62%, а нормальная доля не сданной в аренду площади в таких домах — около 4%.

Вопросы

1. Руководствуясь цифрами, приведенными в табл. 14.2, расскажите, как бы вы стали оценивать достоинства этого объекта.
2. Гэри изучал экономику и знаком с понятиями спроса и предложения, но не знает, как их применить. Дайте ему практический совет, как применить кривые спроса и предложения в анализе вложения в "Уэбэш оукс".
3. Следует ли Гэри руководствоваться годовым отчетом владельца в качестве основы для оценки доходности этого дома? Почему да или почему нет?
4. Какой, по-вашему, должна быть разумная оценка рыночной стоимости дома "Уэбэш оукс"?
5. Если бы Гэри мог купить этот дом по цене ниже рыночной на 10 тыс. долл., было бы это для него целесообразно?

14.2. Анализ предполагаемой покупки недвижимости доктора Дэвис

Доктор Мэрилин Дэвис, незамужняя женщина 34 лет, врач-кардиолог, собирается купить себе небольшой дом для приема больных. Она хочет внести разнообразие в свой инвестиционный портфель, в котором в настоящее время есть только корпоративные облигации и привилегированные акции. Кроме того, в связи с тем что она платит высокие налоги — 35% по совокупности (федеральный налог, налог штата и местный), Мэрилин хочет поместить деньги в такой объект, от которого она получала бы высокий доход за вычетом налога.

По оценке, данной финансовым консультантом, Мэрилин может купить небольшой дом для офиса за 200 тыс. долл. Кроме того, консультант дал оценку возможного дохода от сдачи в аренду такого дома с учетом тенденций спроса и предложения. Он обсудил с Мэрилин следующие вопросы: 1) у этого дома есть два арендатора, причем у каждого осталось по три года договорного срока; 2) дом построен всего четыре года назад, он в отличном состоянии и расположен недалеко от самых оживленных кварталов. Мэрилин решила, что исходя из её ситуации следует сделать оценку в расчете на то, что она будет владеть им три года. В последние годы валовой рентный доход от эксплуатации этого дома составлял 32 тыс. долл., а текущие расходы — 15 тыс. долл. Консультант указал на то, что в договорах об аренде содержалась оговорка о возможном повышении ставки на 10% в год, и сказал, что ожидает роста текущих затрат на содержание дома на 8% в год. Кроме того, он не думает, что в доме будут пустовать какие-то помещения или аренда не будет уплачена вовремя, так как оба арендатора никогда не давали повода для опасений.

Бухгалтер подсчитал, что ежегодная амортизация будет составлять 5100 долл. в течение следующих трех лет. Мэрилин видит ряд возможностей оплатить покупку, причем один из вариантов предполагает принять имеющуюся закладную на этот дом на сумму в 120 тыс. долл. По совету близкого друга, профессора, преподавателя финансовых дисциплин в местном университете, Мэрилин решает взять 150 тыс. долл. под залог дома на 25 лет из расчета 10,5% годовых в том банке, где у нее открыт расчетный счет по ее частной практике. Она должна будет погашать кредит, выплачивая по 17 тыс. долл. в год. Соотношение между процентами и погашением долга в каждый из следующих трех лет будет выглядеть таким образом:

Год	Процентный доход (в долл.)	Текущая часть основной суммы (в долл.)	Всего
1-й	15 750	1250	17 000
2-й	15 620	1380	17 000
3-й	15 470	1530	17 000

К концу третьего года невыплаченный ипотечный кредит составит 145 840 долл. Консультант предполагает, что стоимость дома будет расти примерно на 9% в год и к концу третьего года он будет стоить 260 тыс. долл. Балансовая стоимость дома к этому времени будет равна 184 700 долл. Прибыль от продажи дома подлежит обложению налогом по той ставке, по которой платит налоги Мэрилин, — 35%.

Вопросы

1. Какие потоки денежных средств за вычетом налога *(ATCF)* ожидаются в каждый год из будущих трех (предположим, что у Мэрилин есть другой пассивный доход, которым можно будет компенсировать любые убытки от этого объекта)?
2. Будет ли чистая приведенная стоимость этого объекта положительной величиной при ставке дисконтирования 15%?
3. Какова приблизительная доходность потенциальных инвестиций?
4. Может ли Мэрилин увеличить прибыль, взяв на себя имеющуюся закладную под 9,75%, вместо того чтобы брать новый кредит? По какому показателю ей нужно сравнивать эти варианты?
5. Как вы считаете, Мэрилин достаточно хорошо обдумала цели предполагаемой сделки? Почему да или почему нет?

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Flanigan, James. "How Safe Are Mortgage Securities?" *Financial World*, June 30, 1987, pp. 18—19.

Feder, Barnaby, Jr. "Some Tough Challenges for Real Estate Investors". *New York Times Personal Investing'89*, November 13, 1988, pp. 18—19.

Haight, G. Timothy. "Shopping for Real Estate Profits on the Stock Market". *Money Maker*, June/July 1988, pp. 32—35.

Kuntz, Mary. "A Realty Fund Primer". *Forbes*, March 9, 1987, pp. 162—164.

Micheli, Robin. "Tough New Rules for Rental Real Estate". *Money*, April 1987, pp. 193—198.

Myers, David W. "Bricks and Mortar: Real Estate Investing After Tax Reform". *Personal Investor*, July 1987, pp. 26—35.

Ostler, Kevin. "Building a Property Portfolio". *Personal Investor*, September 1988, pp. 18—25.

Paulson, Morton C. "Low-Effort Real Estate Investing". *Changing Times*, August 1987, pp. 20—26.

Ring, Alfred, and Jerome Dasso. *Real Estate Principles and Practices*, 11th ed. (Englewood Cliffs, NJ. Prentice-Hall, Inc., 1989).

Shultz, Ellen. "The Built-In Safety of Triple-Net Partnerships". *Fortune*, December 5, 1988, p. 24.

Глава 15
Инструменты с налоговой защитой и инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью

Изучив эту главу, вы сможете:

- Узнать значение термина "налогооблагаемый доход" и основные приемы его расчета.
- Понять, что значит избежать уплаты налогов и получить отсрочку по их уплате, а также узнать, какие виды налоговой защиты предусмотрены Законом о налоговой реформе от 1986 г.
- Рассказать, каким образом инвесторы могут создать доход с льготными принципами налогообложения, обращая особое внимание на необлагаемый доход, на разработку стратегии, дающую возможность отложить уплату налога, на способы замены текущего дохода приростом капитала и налоговым свопом.
- Дать общую характеристику различных видов отложенных аннуитетов и возможностей их использования для построения индивидуальной пенсионной программы, их отличий в качестве финансовых инструментов, а также объяснить, почему начинает терять популярность такой способ инвестиций, как полисы страхования жизни с единовременным взносом.
- Рассказать о налоговом статусе паев в партнерствах с ограниченной ответственностью по Закону о налоговой реформе от 1986 г., о принципах организации и деятельности соответствующих партнерств.
- Рассказать о том, какие инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью доступны инвесторам и популярны среди них, и описать основные инвестиционные характеристики этих вкладов — использование "рычага", соотношение риска и доходности, инвестиционную привлекательность.

Известно, что к числу жизненно необходимых благ относятся пища, одежда и жилье. Жилье нам нужно для защиты от стихий природы — дождя, ветра, снега, сильной жары или холода. Точно так же инвесторы нуждаются в укрытии от налогов, взимаемых с их доходов. Если должной защиты не будет, то значительную часть прибыли, заработанной инвестором, отнимет ненасытная налоговая служба. Поэтому, принимая решения о вложении средств, мы должны не только давать оценку риска и доходности, но и считаться с тем, как выбранный финансовый инструмент или инвестиционная стратегия подействует на налоговые обязательства. Поскольку это действие зависит от занимаемой вами ступени налоговой шкалы, следует выбирать такие финансовые инструменты, которые при данном уровне риска обеспечат максимальную прибыль за вычетом налогов. Вполне может оказаться, что обыкновенная акция, по которой выплачиваются высокие дивиденды, не устраивает инвестора, который платит федеральные налоги по ставке от 28 до 33%, а безналоговая муниципальная облигация не заинтересует того, кто платит налоги по низкой ставке или совсем освобожден от их уплаты. Для того чтобы получить наибольшую прибыль за вычетом налогов при данном уровне риска, нужно знать, какие именно финансовые инструменты и стратегии инвестирования могут законным путем уменьшить налоговые обязательства, и понимать, как они могут сказаться на эффективности портфеля. Кроме того, важно понимать, какую роль в вашем портфеле могут сыграть ценные бумаги партнерств с ограниченной ответственностью. Начнем с основных сведений о системе налогообложения и средствах налоговой защиты.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ НАЛОГОВОЙ СИСТЕМЫ И СРЕДСТВА НАЛОГОВОЙ ЗАЩИТЫ

Современное федеральное законодательство США о подоходном налоге построено таким образом, чтобы на более высокий облагаемый доход ложилось большее налоговое бремя. Это делается путем применения двойственной структуры ставок и трехступенчатой налоговой шкалы. Например, индивидуальный инвестор, доход которого в 1989 г. составил 16 000 долл., в 1990 г. в случае увеличения дохода до 17 000 долл. заплатит 150 долл. в виде налога на прирост дохода, равный 1000 долл. Но если его доход был раньше равен 32 000 долл., то на прирост в 1000 долл. он заплатит налог в 280 долл. В первом случае предельная ставка налога 15% (150 долл./1000 долл.), а во втором — 28% (280 долл./1000 долл.). Таким образом, ваше налоговое бремя не только возрастает по мере увеличения облагаемого дохода, но и возрастает в прогрессии, если ваш облагаемый доход поднимается на более высокую ступень. В табл. 15.1 показаны ставки налогообложения и ступени налоговой шкалы для доходов одного лица и двух и более лиц. Обратите внимание на то, как увеличиваются ставки по мере увеличения дохода и перехода от низшей к более высокой ступени (например, от уровня облагаемого дохода в 17 850 долл. для индивидуального налогоплательщика). Также обратите внимание на то, что индивидуальный налогоплательщик с налогооблагаемым доходом 32 000 долл. (что вдвое больше дохода в 16 000 долл.) должен уплатить налог в 6640 долл. [0,15 × 17 850 долл. + 0,28 × (32 000 долл. — 17 850 долл.)], т.е. почти в

ТАБЛИЦА 15.1 Ставки налогообложения и ступени налоговой шкалы для доходов одного лица и двух или более лиц (действуют с 1988 г.)

	Налогооблагаемый доход (в долл.)	
Ставка налогообложения (в %)	**для одного лица**	**для двух и более лиц**
15	От 0 до 17 850	От 0 до 29 750
28	От 17 851 до 43 150	От 29 751 до 71 900
33	От 43 151 до 89 560	От 71 901 до 149 250*
28	Свыше 89 560	Свыше 149 250*

* *Примечание.* Для того чтобы учесть изъятия, следует включать в налог, подлежащий уплате, дополнительную сумму: либо 5% дохода сверх 89 560 долл. (в декларациях на одно лицо) или 149 250 долл. (в декларациях на два лица и более), либо 546 долл., умноженные на число изъятий, о которых заявил налогоплательщик. Выбирается та сумма, которая окажется меньше.

2,8 раза больше, чем по доходу в 16 000 долл., по которому нужно уплатить 2400 долл. (0,15 × 16 000 долл.).

Закон о налоговой реформе от 1986 г. предусматривает постепенный переход от ступени к ступени налоговой шкалы, фактически устраняющий резкий разрыв. Как видно из табл. 15.1, это делается при переходе вверх от ставки в 33%. Предусмотрено такое повышение реальной ставки (т.е. доли выплаченных налогов от всего налогооблагаемого дохода), чтобы наиболее состоятельные налогоплательщики, чьи доходы выше, чем самый высокий уровень по шкале (89 560 долл. для одного лица), реально платили по ставке 28% за *весь* облагаемый доход. Покажем это на примере индивидуального налогоплательщика с облагаемым доходом в 100 000 долл. Его налог рассчитывается следующим образом:

0,15 × 17 850 долл.	=	2 678 долл.
0,28 × (43 150 долл. – 17 850 долл.)	=	7 084 долл.
0,33 × (89 560 долл. – 43 150 долл.)	=	15 315 долл.
0,28 × (100 000 долл. – 89 560 долл.)	=	2 923 долл.
Совокупный налог		28 000 долл.

Разделив 28 000 долл. на 100 000 долл., получаем реальную ставку в 28%. Очевидно, что благодаря постепенному переходу получатели высоких доходов реально должны платить налог по единой ставке в 28%. И, естественно, реальная ставка никогда и ни у кого не превышает 28%.

Налоговое планирование — *это разработка приемов, которые могут исключить из обложения часть дохода, снизить ставку или отсрочить уплату законным способом.*

Цель **налогового планирования** состоит в том, чтобы предусмотреть такой доход на вложенный капитал, который не включается в сумму облагаемого дохода или включается в нее только частично. Еще лучше, если удастся найти такой способ инвестиций, при котором сокращается остальная сумма облагаемого дохода, т.е. можно экономить на уплате налога. Например, если инвестор, находящийся на 28%-й ступени налоговой шкалы, может вложить деньги в финансовый инструмент, позволяющий уменьшить облагаемый доход на 1000 долл., он получит экономию в 280 долл. независимо от того, что еще можно будет получить при помощи данного финансового инструмента. Финансовые инструменты такого рода называются инструментами *защиты* или *укрытия от налогов*, и в них явно заинтересованы

инвесторы, стоящие на высоких ступенях налоговой шкалы. Перед тем как мы познакомимся с финансовыми инструментами, дающими налоговую защиту, мы должны изучить основные принципы федерального налогообложения личных доходов граждан.

Налогооблагаемый доход

Налогооблагаемый доход — *это доход, с которого взимается налог по существующим ставкам; он равен скорректированному валовому доходу минус скидки и вычеты по определенным статьям.*

Обычный доход — *это любой доход, полученный за выполненную работу или на вложенный капитал.*

Капитальный актив — *это имущество, которым налогоплательщик владеет в личных целях, используя его для повышения благосостояния и для инвестирования.*

База — *это сумма, уплаченная за приобретение капитальных активов, включая комиссионное вознаграждение и другие издержки, связанные с приобретением.*

Прирост капитала — *это превышение цены продажи актива над ценой покупки (базой). В настоящее время облагается налогом как обычный доход.*

Убыток капитала — *это сумма, на которую цена продажи актива меньше цены покупки (базы). Максимальная сумма годового убытка, которую можно каждый год учитывать в расчете налогооблагаемого дохода, составляет 3000 долл.*

Налогооблагаемый доход, как следует из смысла этого термина, это тот доход, к которому применяются ставки налога. В него включаются такие имеющие отношение к инвестициям статьи, как дивиденды, полученные наличными, проценты, прибыль от единоличного владения или от доли в партнерстве, а также прирост капитала, полученный при продаже ценных бумаг и других активов. В федеральном налоговом законе четко разделены обычный доход и прирост (или убыток) капитала.

Обычный доход

В широком смысле **обычным доходом** называется любое вознаграждение за труд (активный доход) и доход на вложенный капитал (портфельный, или пассивный, доход). Форма, в которой доход получен, несущественна. Например, если вы должны кому-либо деньги и этот человек прощает вам долг (не требует его уплаты), то сумма вашего долга может войти в ваш налогооблагаемый доход в зависимости от условий, на которых вы взяли эти деньги в долг, и от того, как вы в дальнейшем учитывали их с точки зрения налогообложения. Похожие ситуации иногда складываются при вложениях в недвижимость с налоговой защитой. Общее правило здесь такое: *все, что увеличивает ваши чистые активы, есть доход, и он считается обычным доходом, если не подлежит специальному исключению из налогооблагаемого дохода или не считается приростом капитала.*

Прирост и убыток капитала

Налоговое законодательство после пересмотра в 1986 г. трактует прирост и убыток капитала от продажи капитальных активов как обычный доход. **Капитальный актив** определяется как любое имущество, которым вы можете пользоваться в личных целях, для личного блага и инвестиций. Дом и машина — это капитальные активы, коллекция марок — капитальный актив, равно как облигации и обыкновенные акции. Ваша **база** в стоимости капитальных активов — это то, что вы заплатили за их приобретение, включая комиссионные и другие расходы по покупке. Если вы продаете актив по цене выше базы, то получаете **прирост капитала**, если наоборот — то **убыток капитала**. Все приросты на капитал полностью засчитываются в обычный доход, в то время как годовая сумма убытка, о которой вы можете каждый год заявлять налоговым властям, не должна более чем на 3000 долл. превышать ваш доход. Все убытки, о которых нельзя заявлять в текущем году, могут быть отнесены на последующие годы и затем вычтены из налогооблагаемого дохода. (Вопрос о выборе срока продажи ценных бумаг с целью уменьшения возможных убытков от капитала — это важная составляющая налогового планирования. Мы подробно рассмотрим его дальше в настоящей главе.)

Определение величины налогооблагаемого дохода

Для определения величины налогооблагаемого дохода нужно проделать ряд последовательных действий. Проще всего рассказать о них на конкретном примере. Рассмотрим ситуацию с подоходным налогом семьи Эдварда и Марты Мейер, состоящей из четырех человек. В 1988 г. у семьи были следующие статьи доходов (в долл.):

1.	Заработная плата:	
	Эдварда	26 000
	Марты	12 000
2.	Проценты по безналоговым муниципальным облигациям	400
3.	Проценты по сберегательным вкладам	900
4.	Дивиденды на обыкновенные акции (совместное владение)	600
5.	Прирост капитала от ценных бумаг	1 500

Кроме того, в 1988 г. у семьи были следующие вычеты из налогооблагаемого дохода:

1.	Вклад на индивидуальный пенсионный счет (вычитается из налогооблагаемого дохода)	1800
2.	Благотворительные взносы	1000
3.	Проценты по закладной на дом	6000

В 1988 г. Мейеры должны были уплатить подоходный налог в размере 3660 долл. Расчет этой суммы показан в табл. 15.2, а объяснения приводятся ниже.

Валовой доход

Валовой доход — *это сумма всех доходов, облагаемых федеральным налогом.*

Расчет валового дохода начинается с определения всех доходов, облагаемых федеральным налогом, но затем из него делаются некоторые вычеты, предусмотренные налоговым законодательством. У Мейеров, как показано в табл. 15.2, в суммарный доход входят все доходы, кроме процентов по безналоговым муниципальным облигациям, которые не облагаются федеральным налогом. Обратите внимание на то, что проценты по сберегательному вкладу и дивидендный доход включаются в общую сумму. Кроме того, в валовой доход включается весь прирост курсовой стоимости ценных бумаг.

Как корректируется валовой доход

Статьи корректировки валового дохода отражают намерение Конгресса США поощрять определенные действия граждан. Мейеры используют всего одну статью корректировки (хотя есть и другие) — вклад 1800 долл. на индивидуальный пенсионный счет *(IRA)*. Размер этого вклада был рассчитан по формуле, определяемой по действующему закону (подробнее об индивидуальных пенсионных счетах см. в гл. 4). Обратите внимание на то, что индивидуальные пенсионные счета имеют свойство налоговой защиты. Если бы не это, Мейерам пришлось бы в 1988 г. уплатить подоходный налог на 1800 долл. больше.

ТАБЛИЦА 15.2 **Определение федерального подоходного налога, подлежащего уплате в 1988 г. семьей Эдварда и Марты Мейер**

I. ВАЛОВОЙ ДОХОД (в долл.)	
1. Заработная плата (26 000 + 12 000)	38 000
2. Проценты по сберегательным вкладам	900
3. Дивиденды	600
4. Реализованный прирост капитала	1 500
Валовой доход	41 000
II. КОРРЕКТИРОВКА ВАЛОВОГО ДОХОДА (в долл.)	
Вклад на индивидуальный пенсионный счет (подлежит вычету)	1 800
III. СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ВАЛОВОЙ ДОХОД (в долл.)	
(I – II) = (41 000 – 1800)	39 200
IV. ПОСТАТЕЙНЫЕ ВЫЧЕТЫ (в долл.)	
1. Благотворительные взносы	1 000
2. Проценты по закладной	6 000
Итого постатейные вычеты	7 000
V. ОСВОБОЖДЕНИЕ ОТ НАЛОГА (в долл.)	
Эдвард, Марта и двое детей (4 x 1950)	7 800
VI. НАЛОГООБЛАГАЕМЫЙ ДОХОД (в долл.)	
(III – IV – V) = (39 200 – 7000 – 7800)	24 400
VII. ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ПОДОХОДНЫЙ НАЛОГ (в долл.) (ставки см. в табл. 15.1)	
(0,15 x 24 400)	3 660
VIII. НАЛОГОВЫЙ КРЕДИТ (в долл.)	0
IX. НАЛОГИ, ПОДЛЕЖАЩИЕ УПЛАТЕ (в долл.)	3 660

Скорректированный валовой доход

Скорректированный валовой доход — *это валовой доход минус все разрешенные при налогообложении вычеты.*

Сделав положенные вычеты, мы получим **скорректированный валовой доход**. Эта цифра необходима для расчета еще некоторых вычетов, которые в нашем примере не присутствуют (например, расходов на медицинские цели, в том числе на лечение и протезирование зубов, на благотворительные взносы, на поиски работы и т. д., а также сумм, разрешенных для вычета убытков от недвижимости). Скорректированный валовой доход Мейеров составляет 39 200 долл.

Вычеты по отдельным статьям

Налогоплательщики могут выбрать **стандартный вычет**, размер которого приравнивается к примерной стоимости жизни с учетом индекса инфляции. На 1988 г. суммы стандартных вычетов были следующими (в долл.):

Стандартный вычет — *это сумма, корректируемая на темп инфляции и приравненная к примерной стоимости жизни. Эту сумму налогоплательщики могут вычесть из скорректированного валового дохода, если они не хотят делать постатейные детализированные вычеты.*

Постатейные вычеты — *это личные бытовые расходы налогоплательщика и его семьи, включая проценты, выплачиваемые по закладной на дом. Эти расходы могут быть вычтены из скорректированного валового дохода.*

Освобождение от налога — *это вычет из налогооблагаемого дохода за каждое лицо, находящееся на иждивении плательщика федерального налога.*

• Для налогоплательщиков, состоящих в браке и заполняющих совместную налоговую декларацию	5000
• Для глав семей	4400
• Для одиноких граждан	3000
• Для налогоплательщиков, состоящих в браке и заполняющих раздельные налоговые декларации	2500

Если налогоплательщики не хотят делать стандартный вычет, они могут выбрать постатейные вычеты. Это предпочтут сделать те, у кого постатейные расходы выше принятого стандарта. В эту группу обычно входят владельцы одного или двух домов, заложившие свою недвижимость.

Вычеты по отдельным компонентам расходов называются **постатейными вычетами**. К числу самых распространенных статей такого рода относятся проценты по закладной на жилье и благотворительные взносы. При прочих равных условиях владельцам жилых домов, квартир и дач полагаются преимущества при исчислении налога, так как процент по закладным разрешено вычитать из налогооблагаемого дохода. По Закону о налоговой реформе от 1986 г. проценты по потребительскому кредиту *не подлежат* вычету, в то время как проценты по инвестиционному кредиту, выплаченные по кредиту, который взят для личных инвестиций, можно вычитать, правда, при некоторых ограничениях. Естественно, виды процентов, которые разрешено вычитать, выглядят существенно меньше в посленалоговом исчислении. (Если принять ставку процента за i, а ставку налога, которую данный плательщик применяет для расчета своих обязательств по налогам, за t, тогда величина процентов, которые он платит по разрешенным к вычету видам кредита, составит для него $i(1-t)$ вместо i. — *Прим. науч. ред.)*

Освобождение от налога

Налоговое законодательство разрешает делать вычет (в 1988 г. он был равен 1950 долл., в 1989 г. — 2000 долл. и в дальнейшем индексировался по стоимости жизни), который называется **освобождением от налога** за каждое лицо, которое считается находящимся на иждивении федерального налогоплательщика. Для определения того, кто может считаться находящимся на иждивении, есть особые правила, и к ним необходимо обращаться в тех случаях, когда речь идет не о вашем сыне или дочери и не о прямом родственнике, живущем в вашем доме. Как показано в табл. 15.2, семья Мейер состоит из четырех человек.

Налогооблагаемый доход

После того как из валового скорректированного дохода сделаны постатейные вычеты и вычтены суммы, являющиеся освобождением от налога, остается *налогооблагаемый доход.* У Мейеров он составил 24 400 долл. Существует ряд статей расходов, так называемые *разные*, или *вспомогательные*, например профсоюзные взносы, плата за аренду банковских сейфов, консультации по инвестированию, членство в профессиональных организациях и публикация деловых документов, которые разрешается вычитать в пределах 2% суммы скорректированного валового дохода. Разрешается также вычитать некоторые *подлежащие возмещению расходы* наемных работников; например, вычету подлежат дорожные расходы в командировках — на 100%, расходы

на проведение приемов — на 80%, при условии что они подтверждены платежными документами.

Предельная ставка налога — *это ставка, по которой облагается дополнительный доход.*

Средняя ставка налога — *это доля налога, подлежащего уплате, в облагаемом доходе, отличающаяся от предельной ставки.*

Налог, который должны уплатить Мейеры, можно рассчитать по табл. 15.1. Имея облагаемый доход в 24 400 долл., они попадают на 15%-ю ступень налоговой шкалы, следовательно, их налог составляет 3660 долл. Мейеры платят 15% по **предельной ставке**, иными словами, с дополнительного дохода, который вместе с основным составляет 29 750 долл., берется 15%. ***При оценке возможного влияния инвестиционной стратегии на налоговые выплаты следует иметь в виду именно предельную ставку.*** Ни в коем случае не путайте среднюю ставку с предельной. **Средняя ставка** — это просто выплачиваемый вами налог, деленный на налогооблагаемый доход. У Мейеров, поскольку они находятся на самой нижней ступени налоговой шкалы, эта ставка тоже равна 15% (3660 долл./24 400 долл.). У налогоплательщиков, которые находятся на 28%-й и 33%-й ступенях, предельная ставка, конечно, выше средней. Средняя ставка налога не оказывает никакого влияния на принятие инвестиционных решений в семье Мейер.

Налоговый кредит

Налоговый кредит — *это снижение суммы налога, разрешенное агентством по налогам, по принципу "доллар за доллар" при установленных условиях.*

Существует целый ряд статей **налогового кредита**. Он гораздо выгоднее, так как в отличие от вычетов, которые делаются по фиксированной предельной ставке, при налоговом кредите налог уменьшается на всю сумму расхода — доллар за доллар. (Если налоговый кредит составляет 1000 долл., то вся эта сумма будет вычтена из причитающихся налогов. Если 1000 долл. — это один из видов вычета, а налогоплательщик, скажем, платит налог по ставке 28%, то причитающиеся налоги снизятся только на 0,28 × 1000. — *Прим. науч. ред.*) Налоговый кредит очень часто применяется для списания расходов по уходу за детьми и иждивенцами. Есть и другие: на содержание стариков и инвалидов, на подоходные налоги, выплачиваемые в зарубежных странах, на налоговый минимум, на проценты по закладным. Мейеры, как и большинство налогоплательщиков по Закону о налоговой реформе от 1986 г., не имеют права ни на один из этих налоговых кредитов.

Причитающиеся налоги и возмещение переплаты

Окончательная сумма налога, подлежащая уплате, получается после вычета всех сумм налогового кредита из подоходного налога. У Мейеров уплате подлежит 3660 долл. Они сравнивают эту сумму с полной суммой уже выплаченного налога (которая указана в их декларациях в конце года) и с оценкой всех прочих налогов, которые они могли заплатить в течение года. Если полученная цифра окажется больше 3660 долл., им будет возмещена разница. Если она будет меньше 3660 долл., они должны будут заплатить разницу при заполнении следующей налоговой декларации.

Альтернативный налоговый минимум

Альтернативный налоговый минимум (*АМТ*) — *это налог, введенный Конгрессом США, с тем чтобы все лица, особенно те, кто пользуется налоговыми льготами, платили федеральный подоходный налог.*

В результате того, что множество налогоплательщиков пользуются различными инструментами налоговой защиты (финансовыми инструментами, дающими право на налоговые льготы), Конгресс США в 1978 г. был вынужден ввести **альтернативный налоговый минимум** (*АМТ*). Цель этой меры — увеличение налоговых поступлений в бюджет путем создания гаран-

тии того, что все лица платят какой-то минимум в бюджет, особенно те, кто пользуется налоговыми льготами, т.е. статьями, позволяющими в законном порядке списывать часть дохода. После принятия Закона о налоговой реформе от 1986 г. *AMT* был увеличен до 21% альтернативной минимальной налоговой базы, которая определяется величиной постоянного облагаемого дохода, получаемого налогоплательщиком, с целым рядом поправок. Процедура установления альтернативной минимальной налоговой базы (а следовательно, и альтернативного налогового минимума) весьма сложна, и если вам кажется, что вы можете претендовать на альтернативный налоговый минимум, вам следует обратиться за консультацией к специалисту по налогам.

Уход от налогов и отсрочка уплаты

Хорошо разработанная налоговая стратегия должна быть направлена на максимизацию полного дохода за вычетом налога в течение всей жизни инвестора. Этого можно добиться либо избегая уплаты налога (т.е. снижая сумму, подлежащую уплате, законными способами), либо откладывая уплату на более позднее время, когда ставка обложения может быть снижена. (Даже если отсрочка не приведет к снижению налога, она все равно выгодна, так как в это время сэкономленной суммой можно пользоваться.)

Уклонение от налогов — *это незаконные действия, направленные на уклонение от уплаты налогов путем сокрытия дохода или преувеличения вычетов.*

Уход от налогов — *это сокращение суммы налога, подлежащей уплате, в том числе и до нуля, законными способами, которые не противоречат решениям Конгресса США.*

Не следует путать **уход от налогов** с **уклонением от налогов**, которое состоит в совершении незаконных действий — сокрытии дохода или преувеличении вычетов. Уход от уплаты налога — это уменьшение суммы, подлежащей уплате, в том числе и до нуля, законными способами, и оно соответствует тем задачам, которыми руководствовался Конгресс США, внося специальные положения в налоговое законодательство. Как мы уже упоминали в примере с семьей Мейер, самый распространенный способ ухода от налогов — это инвестирование средств в ценные бумаги, обеспечивающие налоговые льготы (мы подробно расскажем о них в следующем параграфе). Другой общепринятый способ состоит в том, что активы, приносящие доходы, записываются на имя тех членов семьи, которые не платят никаких налогов или платят, но по сильно сниженным ставкам (обычно активы записываются на имя детей). Мы не будем разбирать эту тактику в подробностях, так как она относится к весьма специальным разделам законодательства. Если вы соберетесь прибегнуть к такого рода приемам, лучше всего сначала обратиться за советом к юристам.

Отсрочка уплаты налога — *это стратегия, позволяющая откладывать уплату части налога на более позднее время.*

Отсрочка уплаты налога, т.е. откладывание на более поздний срок, делается разными способами. Самый простой — это воспользоваться специальными финансовыми инструментами, рассчитанными на такую отсрочку. К ним относятся различные пенсионные счета и программы, индивидуальные пенсионные счета *(IRA)* и контракты, по которым физические лица получают право на регулярную ренту (аннуитеты). О пенсионных счетах и программах мы рассказывали в гл. 4, об аннуитетах расскажем дальше в настоящей главе. Очень часто уплата налогов откладывается только на год, с тем чтобы в конце данного года перенести часть дохода на следующий. Так делают, рассчитывая на снижение в следующем году величины налогооблагаемого дохода или налоговых ставок. Так было, например, в 1981, 1982 и 1983 гг., когда шло снижение налогов, которое началось в 1981 г. и закон-

чилось в 1984 г. Так было и в 1986 г., непосредственно перед принятием Закона о налоговой реформе.

Инструменты налоговой защиты

Инструмент налоговой защиты — *это любой финансовый инструмент, который дает законную возможность снизить величину налогооблагаемого дохода.*

К **инструментам налоговой защиты** относится любой финансовый инструмент, который дает законную возможность снизить величину налогооблагаемого дохода. Обычно предполагается, что инвестор является прямым, а не косвенным владельцем такого инструмента. Например, если бы у Мейеров был убыток в 1000 долл. от имущества, находящегося у них в прямом владении, который можно было бы списать с налога, то убытки создали бы для них налоговую защиту. А если бы они учредили корпорацию, в которую вложили бы это имущество, то чистый убыток в 1000 долл. защищал бы прибыли корпорации, а не их доходы. Тогда они не имели бы права на вычет из налога и соответствующую экономию (правда, они могли бы применить другой прием для списания своего личного убытка, создав так называемую псевдокорпорацию). Точно так же когда крупнейшие корпорации заявляют об огромных убытках, как, например, сделала корпорация "Крайслер" в начале 80-х годов, то это не приносит никаких непосредственных налоговых льгот акционерам данных корпораций. Правда, при этом курсы акций падают, а это значит, что, продав акции, вы будете иметь вычитаемый убыток, однако сумма убытка, которую вы можете списать раз в год, не должна более чем на 3000 долл. превышать прирост капитала. Отсюда следует, что если бы вы были владельцем крупного пакета акций, то ваш убыток мог бы быть неизмеримо больше этой суммы и вы никак не могли бы использовать всю его сумму для вычитания из налогооблагаемого дохода.

Доход с правом на налоговые льготы — *это доход на вложенный капитал, не облагаемый налогом или облагаемый по меньшей ставке, чем доход на аналогичные вложения, по которому разрешается отсрочка уплаты на будущее, а также доход, который можно зачесть как прирост капитала.*

Правда, определенные налоговые преимущества дает организация той или иной деятельности в форме единоличного предприятия или партнерства с ограниченной ответственностью. Бóльшая часть этих способов налоговой защиты прямо предназначена для того, чтобы перевести определенные вычеты из налога — амортизацию основных средств, природных месторождений, а также нематериальных активов — на физических лиц. Число случаев, в которых можно экономить на налогах таким способом, в настоящее время строго ограничивается Законом о налоговой реформе от 1986 г. Этот закон специально оговаривает абсолютный размер списания таких потерь при расчете налогооблагаемого дохода. Далее в настоящей главе мы расскажем о немногочисленных разрешенных инструментах налоговой защиты и о структуре партнерств с ограниченной ответственностью, дающих возможность пользоваться этими инструментами. Теперь же обратим внимание на финансовые инструменты, приносящие доход с правом на налоговые льготы.

ДОХОД С ПРАВОМ НА НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ

Если капитал вложен таким образом, что доход на него не облагается налогом, или облагается по ставке ниже, чем доход на аналогичные вложения, или уплату налога на этот доход можно отложить на более поздний срок, или засчитать текущий доход как прирост стоимости капитала, то о таком вложении говорят, что оно дает **доход с правом на налоговые льготы**. Эти льготы вписаны в налоговое законодательство с целью поощрения опреде-

ленных видов деятельности, а также для упрощения процедуры написания и принятия налоговых деклараций.

Мы уже рассмотрели несколько популярных видов инвестиций, доход от которых не облагается налогом. Например, в предыдущей главе мы изучили, каким образом *недвижимость* может стать защитой от налогообложения для некоторых инвесторов; в гл. 4 мы видели, как пенсионные программы, подобные *IRA*, защищают от налогообложения любого работающего по найму, причем даже если годовые отчисления по программе *IRA* не являются освобожденными от налога, *доходы* по *любому* плану *IRA* освобождаются от налога. Кроме того, эти налоговые льготы являются частью финансовой стратегии и инструментом ее реализации, что будет описано ниже; далее в этой главе мы рассмотрим еще два подобных инструмента — отложенный аннуитет и полисы страхования жизни с разовым взносом.

Доход, освобожденный от налога

Некоторые статьи доходов просто освобождены от налога — полностью или частично. К ним относятся проценты по безналоговым муниципальным облигациям, по выпускам облигаций Казначейства США и правительственных ведомств, а также часть выручки от продажи собственного жилого дома или квартиры. Естественно, источники такого дохода особенно привлекательны для вложения капитала.

Проценты по безналоговым муниципальным облигациям

О муниципальных облигациях мы подробно рассказали в гл. 9. Все процентные выплаты по самым распространенным из них — безналоговым муниципальным — освобождены от федерального подоходного налога. Этот доход даже не нужно показывать в декларации. Правда, все прибыли или убытки от продажи муниципальных облигаций нужно указывать в качестве прироста капитала или убытка капитала. Кроме того, проценты по кредиту, взятому для покупки муниципальных облигаций, *не* подлежат вычету из налога.

Обязательства Казначейства и правительственных агентств

Об обязательствах Казначейства и правительственных агентств мы рассказывали в той же гл. 9. Проценты по этим ценным бумагам включаются в налоговые декларации для федеральных властей, но исключаются из деклараций для властей штата и местного уровня. Это правило высоко ценят лица, отнесенные к верхним ступеням налоговой шкалы, так как ставки местных налогов и налогов штатов могут в совокупности доходить до 20%.

Продажа собственного жилого дома или квартиры

Прирост капитала возникает в том случае, если вы продали жилой дом или квартиру по цене выше базы (т.е. цены, которую вы платили при покупке). Но закон содержит положения, которые смягчают это бремя и фактически превращают вложение капитала в жилье в прекрасный способ налоговой защиты. Во-первых, если вы получили прибыль при продаже своего жилья, то можете отсрочить уплату налога в размере этой разницы, при условии что в

течение двух лет купите другое жилье по той же цене, за которую продали предыдущее, или дороже. Во-вторых, что еще важнее, налоговое законодательство дает право один раз списать с валового дохода 125 тыс. долл. из выручки от продажи своего жилья. Если декларация заполняется семьей, то для того, чтобы воспользоваться этим правом, оба супруга должны быть не старше 55 лет и должны также соответствовать еще нескольким условиям. Для большинства это очень большая льгота, которая реально увеличивает привлекательность жилья в качестве объекта помещения капитала.

Способы отсрочки уплаты налога на следующий год

Очень часто инвестор, купив ценные бумаги, может сравнительно быстро получить немалую прибыль. Предположим, в середине 1989 г. вы купили 100 обыкновенных акций компании *XYZ*, а к концу 1990 г. их курс вырос на 50%, так как за это время курс этих акций поднялся с 30 долл. до примерно 45 долл. Допустим также, что в конце 1990 г. вы решили продать эти акции, исходя из предположения, что их рыночная оценка достигла максимума, и вложить полученные 4500 долл. во что-то другое. В этом случае вы уплатили налог на 1500 долл., т.е. на прирост вашего капитала (цена продажи 4500 долл. минус цена приобретения 3000 долл.). Если вы находитесь на 28%-й ступени налоговой шкалы, то в 1990 г. вы должны были уплатить 420 долл. подоходного налога на прибыль от продажи актива (прирост капитала). Но выгоднее было отсрочить уплату налога, вытекающего из этой сделки, до 1991 г., рассчитывая на то, что ставки налога могут быть снижены, или же просто на то, что на эти деньги вы успели бы получить еще какой-нибудь доход. Есть три варианта действий для использования прироста капитала, чтобы отсрочить уплату налога до будущего года: 1) продажа "без покрытия" "против сейфа"; 2) хеджирование покупкой опциона "пут"; 3) продажа опциона "колл" на ваши акции.

Продажа "без покрытия" "против сейфа"

Продажа "без покрытия" "против сейфа" — *это прием, направленный на то, чтобы зафиксировать прибыль на ценные бумаги и отложить уплату налога на эту прибыль до следующего налогового года путем продажи "без покрытия" определенного числа акций, равного числу акций, которыми владеете.*

Для того чтобы "запереть" прибыль и перенести уплату налога на нее до следующего года, применяется прием продажи "без покрытия" "против сейфа". Этот прием — продажа определенного числа акций, равного числу акций, которыми вы владеете "без покрытия", — позволяет зафиксировать полученную прибыль и тем самым полностью устранить риск снижения курса. При этом вы прощаетесь и с возможностью сыграть на дальнейшем повышении курса, но это не должно вас беспокоить, так как, по вашему мнению, курс и так поднялся достаточно высоко. Например, для того чтобы зафиксировать 1500 долл. прибыли от сделки с акциями компании *XYZ* и отложить уплату налога до следующего года, вам придется перед окончанием года сделать продажу "без покрытия" 100 акций *XYZ*. Вы гарантировали себе эти 1500 долл. независимо от того, что случится с курсом акций. В этом случае у вас будут две позиции — "длинная" и "короткая" — по равному числу (100) акций компании *XYZ*. Когда год закончится, вы закроете "короткую" позицию 100 акциями "длинной" и тем самым превратите 1500 долл. прибыли от прироста их курсовой стоимости в реализованный прирост капитала.

Хеджирование покупкой опциона "пут"

Хеджирование покупкой опциона "пут" — *это покупка опциона "пут" на акции, которыми вы владеете в данный момент, для того чтобы зафиксировать прибыль и отсрочить уплату налога на нее до следующего налогового года.*

О приеме хеджирования покупкой опциона "пут" мы говорили в гл. 11, там, где рассказывали о том, как фиксировать прибыль и откладывать уплату налога на нее до следующего налогового года. Этим приемом можно пользоваться так же, как и продажей "без покрытия" "против сейфа", не теряя при этом шанса воспользоваться повышением курсовой стоимости акций. В принципе **хеджирование покупкой опциона "пут"** предполагает, что вы покупаете опцион "пут" на акции, которыми в данный момент владеете. Если курс акций снизится, ваши потери будут компенсированы прибылью от опциона "пут". Приведем пример. Допустим, в то время, когда акции компании *XYZ* продавались по 45 долл., вы купили за 150 долл. 6-месячный опцион "пут" с курсом исполнения 45 долл. Таким путем вы зафиксировались на курсе 45 долл., и если курс упадет, скажем, до 40 долл., то вы потеряете 500 долл. на стоимости вашего пакета, но 500 долл. прибыли на опционе полностью покроют эту потерю. Правда, опцион обойдется вам в 150 долл. При курсе исполнения в 40 долл. ваша позиция после уплаты налога будет выглядеть следующим образом (в долл.):

1. Первоначальная стоимость 100 акций		3000
2. Прибыль на 100 акций [100 × (40 – 30)]		1000
3. Прибыль от опциона "пут"	500	
4. Затраты на опцион "пут"	– 150	
5. Облагаемый прирост капитала от опциона "пут"		350
6. Полная сумма налога, вытекающего из сделки:		
Прибыль на акции (2)	1000	
Плюс налогооблагаемая прибыль от опциона "пут" (5)	+ 350	
Итого прирост капитала	1350	
Ставка налога на прибыль	× 0,28	
Весь налог		378
7. Позиция после уплаты налога [(1) + (2) + (5) – (6)]		3972

Окончательная позиция за вычетом налога оказывается примерно такой же, как если бы вы просто держали эти акции до того момента, когда их курс понизится до 43,50 долл. за штуку. Но здесь есть два отличительных момента. Во-первых, хеджирование покупкой опциона "пут" фиксирует эту позицию независимо от того, насколько низко может упасть курс акций. Если вы просто продолжаете их держать, это невозможно. Во-вторых, в любом случае вы сможете воспользоваться повышением курса (а если вы прибегнете к продаже "без покрытия" "против сейфа", то потеряете этот шанс).

Продажа опциона "колл" на ваши акции

Продажа опциона "колл" на ваши акции — *это прием отсрочки уплаты налога, который состоит в продаже опциона "колл" на акции, которыми вы в данный момент владеете, и фиксации курса на уровне суммы, полученной от данной сделки, без возможности использовать потенциальный рост курса в будущем.*

Продажа опциона "колл" на ваши акции — это прием, напоминающий хеджирование с опционом "пут", но между ними есть важные различия. В данном случае вы теряете возможность воспользоваться дальнейшим ростом курса акции и фиксируете курс на уровне суммы, полученной от продажи опциона "колл". Приведем пример. Опционы "колл" на покупку акций компании *XYZ* по курсу исполнения 40 долл. сроком на шесть месяцев продавались за 600 долл. (по 6 долл. за акцию), в то время когда сами акции этой компании продавались по курсу 45 долл. Если бы через шесть месяцев

опционы исполнялись по 40 долл., то ваша позиция после уплаты налогов выглядела бы следующим образом (в долл.):

1. Первоначальная стоимость 100 акций		3000
2. Прибыль на 100 акций [100 × (40 – 30)]		1000
3. Прибыль от продажи опциона (поскольку он закрывался по курсу исполнения, прибыль — это вся полученная выручка)		600
4. Полная сумма налога, вытекающего из сделки:		
Прибыль на акции (2)	1000	
Плюс прибыль от опциона (3)	+ 600	
Итого прибыль	1600	
Ставка налога на прибыль	× 0,28	
Весь налог		448
5. Позиция после уплаты налога [(1) + (2) + (3) – (4)]		4152

Окончательная позиция за вычетом налога при данном варианте лучше, чем при варианте с хеджированием покупкой опциона "пут". Но здесь полностью исключается шанс воспользоваться повышением курса акций. Продавая опцион "колл", вы фактически соглашаетесь расстаться со своими акциями по курсу исполнения опциона. Поэтому если курс акций компании *XYZ* поднимется, допустим, до 50 долл., вы ничего не выиграете, так как согласились продать свои акции по 40 долл. Кроме того, вы защищены от снижения курса только в пределах суммы, вырученной за опцион, т.е. 6 долл. за одну акцию. Следовательно, если курс акций *XYZ* понизится до 35 долл., то вы потеряете по 4 долл. (без вычета налога) на каждой акции [45 долл. – (35 долл. + 6 долл.)].

Обобщение стратегий

Вы видите, что перенос уплаты налогов на следующий год может принести существенную выгоду, но для того чтобы можно было рассчитывать на нее, необходимо просчитать ряд вариантов. Можно упростить выбор, сведя его к определению того, какой вариант даст наилучший результат при данном значении ожидаемого поведения курса акций. В табл. 15.3 показано, какие результаты дает каждый вариант при различном поведении курсов. Для полноты анализа вам придется учитывать также издержки на комиссионные вознаграждения, раньше мы их не касались. Эти издержки могут оказаться довольно высокими в абсолютном выражении, но по отношению к размерам сделок они относительно малы, особенно в тех случаях, когда потенциальная экономия велика, как это было в наших примерах. Но если экономия сравнительно небольшая (до 500 долл.), то может оказаться, что комиссионные непропорционально велики по отношению к сэкономленным деньгам и/или к отложенным налоговым платежам. Очевидно, в каждом конкретном случае нужно просчитывать результаты на конкретных цифрах.

Стратегии замещения текущего дохода приростом капитала

В то время как текущий доход облагается налогом в том году, когда он был получен, прирост капитала облагается только тогда, когда он реализован. Это значит, что *нереализованный* прирост капитала налогом не облагается. Например, 100 долл. наличными, полученные в виде дивидендов на акции

ТАБЛИЦА 15.3 Ранжирование приемов, применяемых для отсрочки уплаты налога на следующий год при различных вариантах ожидаемой динамики курса акций*

Прием	Курс будет чуть выше или ниже текущего	Курс будет намного выше или ниже текущего	Курс будет выше текущего	Курс будет ниже текущего
Ничего не делать, держать до следующего года	2	4	1	4
"Короткая" продажа "против сейфа"	3+	2+	4	1
Хеджирование покупкой опциона "пут"	3+	1	2	2
Продажа опциона "колл" ниже текущего курса акции	1	2+	3	3

* Ранги: 1 — лучший вариант, 4 — худший.

в текущем году, облагаются налогом по гипотетической ставке в 28%. Следовательно, доход после уплаты налога составит 72 долл. В то же время если в течение данного года стоимость акций, по которым не выплачивались дивиденды, увеличилась на 100 долл., никакого налога не нужно платить до тех пор, пока эти *акции не будут реально проданы*. Рано или поздно вам придется уплатить налог на все доходы, но, по крайней мере, один из них — налог на прирост капитала — откладывается до тех пор, пока не будет получен прирост капитала реально, а это возможно лишь через много лет. Поэтому если рыночный курс ваших акций стабилен или возрастает, то прирост капитала будет выгодным способом накопления прибылей, налог на которые отсрочен. С чисто налоговой точки зрения финансовые инструменты, позволяющие накапливать средства с отсрочкой уплаты налога, выгоднее, чем те инструменты, которые обеспечивают ежегодный облагаемый доход. Ниже описаны наиболее распространенные способы замещения текущего дохода приростом капитала.

Растущие акции по сравнению с доходными акциями

Это самый простой и основной способ получения прироста капитала. Компании, выплачивающие дивиденды по низким ставкам, обычно реинвестируют нераспределенную прибыль, для того чтобы использовать возможности роста капитала. Если вы выберете компанию, которая выплачивает в виде дивидендов 10% текущего дохода на вложенный капитал, то ваш доход за вычетом налога составит всего 7,2% в том случае, если вы относитесь к 28%-й ступени налоговой шкалы. Если вы выберете компанию, которая не платит никаких дивидендов, но рассчитывает на то, что благодаря реинвестированию прибыли курс ее акций будет расти в среднем на 10% в год, то вы также получите 7,2% дохода за вычетом налогов [(1,0 — 0,28) × 0,10], но этот доход будет выплачен только тогда, когда вы продадите ее акции, т.е.

реализуете прирост капитала. Конечно, такая отсрочка уплаты налога выгодна только до тех пор, пока курс акций не начнет снижаться.

Облигации с крупным дисконтом

Облигация с крупным дисконтом — *это облигация, которая продается по курсу намного ниже своего номинала.*

Покупка **облигации с крупным дисконтом**, т.е. такой облигации, которая продается по курсу намного ниже своего номинала, тоже дает шанс получить прирост капитала. Покажем это на примере. Предположим, у вас есть выбор: вы можете купить облигацию компании *ABC* с купонной ставкой 5%, которая продается на рынке за 700 долл., или купить облигацию компании *DEF* с купонной ставкой 10%, которая продается по номиналу. Что вы выберете при условии, что и та, и другая облигации погашаются через 10 лет по номиналу, равному 1000 долл.? По облигации *ABC* вы будете получать по 50 долл. в год в виде процентов, и эта сумма подлежит налогообложению как обычный доход. Через 10 лет вы получите прирост капитала, равный 300 долл., который тоже будет обложен налогом как обычный доход. По облигации *DEF* весь ваш доход — а вы будете получать по 100 долл. в год — это обычный доход. С чисто налоговой точки зрения облигация *ABC* явно выгоднее, так как *часть дохода, приходящаяся на прирост капитала, не облагается налогом до реализации в момент погашения.* (Но обратите внимание и на то, что облигация с бóльшим купоном раньше начнет приносить вам более высокий доход, а это тоже может быть выгодно.)

Для того чтобы сделать выбор, надо рассчитать нормы доходности, исходя из предположения, что в обе облигации вкладывается одинаковая сумма. Например, за 7000 долл. вы купите 10 облигаций *ABC* или 7 облигаций *DEF*. По облигациям *ABC* вы будете получать проценты в общей сложности в размере 500 долл. в год, а по облигациям *DEF* — 700 долл. Инвестор, который платит налог по ставке 28%, выиграет на облигациях *DEF* за вычетом налога по 144 долл. (0,72 × 200 долл.) в год. Но к моменту погашения облигации *ABC* будут стоить 10 000 долл., а облигации *DEF* будут погашаться только по их текущему курсу в 7000 долл. За вычетом налога дополнительные 3000 долл. превращаются в 2160 долл. "чистыми" [3000 долл. — — (0,28 × 3000 долл.)]. Выбор сводится к тому, что вы предпочитаете: получать ежегодный дополнительный доход в 144 долл. в течение следующих 10 лет или же иметь лишние 2160 долл. через 10 лет. Пользуясь приемом оценки будущей стоимости, изложенным в гл. 5, вы можете прийти к выводу, что при норме доходности 9% между этими облигациями не будет никакой разницы: вкладывая по 144 долл. ежегодно в течение 10 лет по ставке 9%, к концу этого срока вы наберете примерно 2160 долл. Иначе говоря, если вы можете вложить деньги так, что будете получать норму доходности за вычетом налогов больше 9%, то следует выбрать облигации *DEF*, а если вы видите, что ставка доходности в посленалоговом исчислении будет ниже, выбирайте облигации *ABC*.

Амортизация активов

Как указывалось в гл. 14, федеральное налоговое законодательство разрешает *амортизацию* таких доходных видов недвижимости, как жилые дома и т.п. Но в принципе определенная сумма годовой амортизации может вычитаться и из обычного дохода до уплаты налогов. По Закону о налоговой ре-

форме от 1986 г. срок амортизации для жилых помещений (в многоквартирных домах), сдающихся внаем, установлен в 27,5 года, а для нежилых (в конторских зданиях и торговых центрах) — в 31,5 года. В обоих случаях применяется формула равномерного списания. При продаже недвижимости все, что получено сверх ее балансовой стоимости, рассматривается как прирост капитала и облагается налогом по тем же ставкам, что и обычный доход. Например, вы купили четырехквартирный дом за 100 000 долл. и владеете им в течение трех лет, начисляя амортизацию по 2900 долл. в год. Теперь допустим, что в конце третьего года вы продаете его по цене приобретения, равной 100 000 долл. Вы снижали обычный доход на 2900 долл. в год за счет амортизации, которая "стоит" при 28%-й ставке налога 812 долл. (0,28 × 2900 долл.). Ваша прибыль при продаже составит 8700 долл., или 3 года × 2900 долл. в год. Налог на нее составит 2436 долл., или 0,28 × 8700 долл. Очевидно, в данной ситуации вы ничего не сэкономите на налоге, но ваше преимущество будет в том, что вы сможете каждый год откладывать уплату 812 долл. до того момента, когда продадите дом в конце третьего года. (Если имущество будет продано по цене ниже цены приобретения, то вы, конечно, не получите полного возмещения.)

Возможность, пока вы владеете имуществом, вычитать амортизацию, чтобы снизить налоги (не делая при этом никаких выплат на сумму амортизации наличными), и откладывать уплату этой части налога до продажи имущества — это, по существу, разновидность беспроцентного кредита. Такая отсрочка уплаты налога — ***главное налоговое преимущество, предоставляемое амортизацией***. В нашем примере с налога в конце каждого из трех лет на 812 долл. снижается сумма уплачиваемых налогов, а в конце третьего года выплачивается налог в 2436 долл. Фактически, это и есть беспроцентный кредит (3 × 812 долл. = 2436 долл.). Правда, следует иметь в виду, что Законом о налоговой реформе от 1986 г. были установлены очень жесткие правила, ограничивающие право списывать с налога убытки от вложений в недвижимость, и эти правила значительно ограничивают для инвестора возможность использования такого преимущества, как снижение налогооблагаемого дохода за счет амортизации. Поэтому, как уже указывалось в гл. 14, вложения в недвижимость в настоящее время привлекают инвесторов не столько возможной налоговой защитой, сколько тем доходом, который обеспечивает ежегодная рента и/или повышение цен на недвижимость.

Налоговый своп — *это продажа одной ценной бумаги, по которой возник убыток капитала, и покупка взамен другой, аналогичной ценной бумаги, с тем чтобы частично или полностью нейтрализовать прирост капитала, реализованный в другой части портфеля инвестора.*

Налоговые свопы: способ уменьшения или освобождения от налоговых обязательств

Мы рассмотрели несколько приемов краткосрочного характера, рассчитанных на то, чтобы так или иначе уменьшить налоговые обязательства инвестора, а именно: 1) способы освобождения дохода от обложения; 2) способы отсрочки уплаты налога до следующего года; 3) способы замены текущего дохода на прирост стоимости капитальных активов. Теперь рассмотрим прием, позволяющий значительно уменьшить налоговые обязательства и даже полностью освободиться от них. К этой процедуре, известной под названием **налоговый своп**, чрезвычайно широко прибегают в конце каждого года опытные инвесторы, работающие с акциями и облигациями. В принципе, налоговый своп — это не что иное, как обмен одной ценной бумаги на другую с целью полной или частичной компенсации прироста капитала, ре-

ализованного в другой части портфеля. Поскольку мы хотим нейтрализовать прибыль, то продаем в порядке налогового свопа такую бумагу, которая к настоящему времени приносила инвестору убыток. Продавая убыточную ценную бумагу и заменяя ее аналогичной, мы не вносим никаких изменений в активы инвестора, вложенные в акции и облигации, но снижаем его налоговые обязательства, причем иногда довольно существенно.

Вот как работает налоговый своп. Предположим, в текущем году вы реализовали прирост капитала в 1100 долл. путем продажи облигаций. Допустим, что в вашем портфеле имеются 100 обыкновенных акций корпорации "Интернешнл ойл", купленных 20 месяцев назад по 38 долл., а в настоящее время они продаются по 28 долл. Вы хотите иметь у себя в портфеле акции нефтяных корпораций, неважно, какие, — это могут быть и акции "Интернешнл ойл", и акции каких-либо других нефтяных компаний международного класса. Чтобы реализовать убыток в 10 долл. от продажи акций "Интернешнл ойл", не меняя размеров портфеля, вы продаете 100 акций "Интернешнл ойл" и покупаете 100 акций компании "Уорлд петролеум", которые продаются тоже по 28 долл. В результате у вас *реализован* убыток от капитала, равный 1000 долл. [100 долл. × (28 долл. — 38 долл.)], которым можно нейтрализовать почти всю прибыль в 1100 долл. (кроме остатка в 100 долл.). Ясно, что налоговый своп — это хороший способ уменьшения налоговых обязательств (вплоть до нуля) без ущерба для вашего портфеля.

Свопы с обыкновенными акциями того типа, который был описан выше, являются важной частью схемы выплаты налогов, составляемой обычно в конце года. Еще больше распространены свопы с облигациями, так как найти замену прежней облигации намного легче. Большинство брокерских домов, предоставляющих полный набор услуг на фондовом рынке, в конце каждого года публикует списки рекомендуемых акций и облигаций. Вам может показаться странным, почему лучше сделать своп, чем просто продать ценную бумагу, чтобы уйти от налога, а потом тут же купить ее снова. К сожалению, такая операция, называемая **фиктивной продажей**, запрещена налоговым законодательством. Проданную ценную бумагу нельзя купить снова раньше, чем через 40 дней, иначе вы потеряете право на налоговые скидки.

Фиктивная продажа *— это прием, запрещенный налоговым законодательством: ценные бумаги продаются для образования реализованного убытка капитала и немедленно покупаются снова.*

ОТЛОЖЕННЫЕ АННУИТЕТЫ И ПОЛИСЫ СТРАХОВАНИЯ ЖИЗНИ С РАЗОВЫМ ВЗНОСОМ

Когда мы рассказывали о доходе с правом на налоговые льготы, то упомянули о том, что хорошо продуманная налоговая стратегия должна строиться на отсрочке уплаты налогов на длительное время. Это не обязательно приведет к уменьшению суммы налога, но доходы на инвестиции не будут облагаться в момент получения, и их можно будет реинвестировать, пока действует отсрочка. Инвестируя доход до, а не после уплаты налога, можно получить немалую добавочную прибыль, если отсрочка достаточно продолжительна. Но в соответствующей перспективе для индивидуального инвестора выгоднее всего может оказаться отложенный аннуитет. Вот почему нам надо основательно разобраться в данном предмете. Следует также отметить, что есть и другой инструмент, который в последнее время, правда, несколько утратил былую популярность, — это страхование жизни с разовым взносом (страховой премией) в начале действия договора.

Разновидности аннуитетов

Аннуитет — *это серия выплат, получение которых гарантируется инвестору на ряд лет либо пожизненно.*

Рента (аннуитет) с разовой оплатой — *это контракт, который покупается путем внесения однократного платежа.*

Аннуитет, приобретаемый в рассрочку, — *это рентный контракт, который покупается с оплатой в рассрочку до определенной даты. Контракт покупается на эту дату за деньги, выплаченные в рассрочку, плюс проценты на них.*

Аннуитант — *это лицо, на имя которого будут направляться будущие выплаты по аннуитету.*

Немедленный аннуитет — *это рентный контракт, по которому выплаты аннуитанту начинаются с момента покупки контракта.*

Аннуитет — это доход, регулярно выплачиваемый по контракту с гарантией на определенный срок или пожизненно. Аннуитеты бывают двух видов в зависимости от способа оплаты. **Аннуитет с разовой оплатой** — это контракт, который оплачивается сразу и полностью. Покупатель платит определенную сумму и получает право на регулярный доход, который начинает выплачиваться сразу или с определенной даты в будущем. Другой вид — **это аннуитет, приобретаемый в рассрочку до определенной даты:** контракт покупается на эту дату за деньги, выплаченные в рассрочку, плюс проценты на них. Тот, кто будет получать эти выплаты, именуется **аннуитантом**. Сотни страховых компаний выпускают множество разновидностей аннуитетов. Во вставке "Проницательному инвестору" описана одна из новинок на этом рынке — аннуитет с ограниченным сроком, который содержит условия, позволяющие ему успешно конкурировать с традиционными депозитными сертификатами.

Немедленный аннуитет — это контракт, по которому доход начинает поступать к аннуитанту с момента покупки. Размеры выплат определяются страховой компанией путем обработки данных о клиенте и зависят от его пола и возраста. Размер выплат — это функция от ожидаемого компанией срока жизни аннуитанта. В то же время **отложенный аннуитет** предполагает, что аннуитант начнет получать ренту через конкретный промежуток времени. Дата определяется в контракте или выбирается аннуитантом. Размер регулярных выплат зависит от того, сколько вносит аннуитант, от процентов на его взносы до даты, с которой начнутся выплаты, от пола и возраста аннуитанта к моменту начала выплат. Время, которое проходит между датой, на которую оплачивается контракт со страховой компанией, и датой, с которой страховая компания начинает выплаты аннуитанту, называется **периодом накопления**. Все проценты, полученные на накапливаемые платежи, подлежат отсрочке от уплаты налога. Они зачисляются на счет клиента и не облагаются налогом, так как не выплачиваются инвестору. Время, в течение которого происходят выплаты аннуитанту, называется **периодом распределения**. Доход по аннуитету за периоды накопления и распределения облагается налогом с того момента, когда аннуитант начинает его получать.

Особенности отложенных аннуитетов

Отложенный аннуитет — *это рентный контракт, по которому выплаты аннуитанту начинаются с определенной даты в будущем.*

Растущая популярность отложенных аннуитетов объясняется тем, что по этим контрактам выплачиваются проценты не ниже, чем по другим финансовым инструментам. В дальнейшем мы покажем, какие контракты заключаются в последнее время, на примере контракта, который предлагала и усиленно рекламировала крупнейшая страховая компания в 1989 г. (см. табл. 15.4).

Текущая ставка процента

Текущая ставка процента по контракту об аннуитете — это ставка годового дохода, который страховая компания платит в настоящее время на сумму, накопленную на депозите. Текущая ставка процента колеблется во времени вместе с рыночными ставками и не гарантируется страховой компанией. Правда, в некоторых контрактах предусматривается условие "выхода" для аннуитанта, которому разрешается изъять сумму вложения по контрак-

Период накопления — *это согласно контракту об аннуитете промежуток времени между моментом, когда платежи аннуитанта начинают поступать в страховую компанию, и моментом, когда компания начинает выплаты аннуитанту.*

Период распределения — *это согласно контракту об аннуитете промежуток времени, в течение которого осуществляются выплаты аннуитанту.*

Текущая ставка процента в контракте об аннуитете — *это ставка, по которой страховая компания начисляет проценты на сумму, накопленную на депозите.*

Минимальная гарантированная ставка процента в контракте об аннуитете — *это минимальная ставка по взносам аннуитанта, которую страховая компания гарантирует в течение всего периода накопления. Обычно она бывает значительно ниже текущей ставки процента.*

Аннуитет с налоговой защитой — *согласно контракту об аннуитете некоторые служащие ряда учреждений, таких, как школы, правительство и некоммерческие организации, имеют право на не облагаемые налогом взносы из текущего дохода на покупку аннуитета с отсрочкой платежа.*

ту плюс все накопленные проценты в случае, если страховая компания не платит минимальную ставку процента, которая обычно ниже первоначальной не менее чем на 1%. В стандартном страховом полисе, который предлагается клиентам, предусматривается гарантированная выплата 9,3% в течение одного года, при этом клиент не имеет никакой возможности "выхода".

Минимальная гарантированная ставка процента

Контракт об аннуитете с отсроченными платежами предполагает выплату **минимальной гарантированной ставки процента** по взносам клиента. Страховая компания должна гарантировать ее на весь период накопления. Минимальная ставка значительно ниже текущей. В стандартном полисе гарантируется ставка в 4,5%. Тем не менее вам следует хорошо изучить проспект страховой фирмы или текст контракта и запомнить, что *минимальная ставка* — это единственное, что вам *гарантируется*. (Рекламные проспекты компании нередко делают упор на высокой *текущей* ставке процента.)

Особые налоговые условия

Аннуитеты с отсроченными платежами, покупаемые как сразу, так и в рассрочку, дают инвесторам ряд преимуществ с точки зрения налоговой защиты. Так, процент, начисляемый покупателю на его взносы, не облагается подоходным налогом до тех пор, пока страховая компания не выплатит его реально. Предположим, что инвестор вложил 10 000 долл. в аннуитет со ставкой 9,3%, разовой оплатой и отсрочкой выплат. За первый год действия контракта он получит по своему депозиту 930 долл. процентного дохода. Если он ничего не снимет со счета, то не будет платить никакого налога. Следовательно, если он платит налог по ставке 28%, то сэкономит на налоге за первый год 260 долл. Право откладывать выплату позволяет накапливать крупные суммы в виде сложного процента, которые в свое время дадут хороший доход при уходе на пенсию. Однако следует отметить, что согласно Закону о налоговой реформе от 1986 г. эта налоговая льгота полагается только при индивидуальных контрактах об аннуитете, контрактах по доверенности и некоторых других — полученных по наследству, а также заключенных по квалифицированной (установленной в законном порядке) программе участия служащих в прибылях, по квалифицированным программам аннуитета и по индивидуальным пенсионным счетам. Во всех остальных случаях доход по аннуитету облагается налогом в тот момент, когда он образуется.

Некоторые служащие ряда учреждений, таких, как школы, университеты, органы государственной администрации и некоммерческие организации, могут в законном порядке рассчитывать на право заключать контракты об **аннуитетах с налоговой защитой**. В налоговом законодательстве есть специальное положение, дающее этим категориям служащих право на *не облагаемые налогом взносы* из текущего дохода на покупку аннуитета с отсрочкой платежа. Налог на процентный доход по этим взносам тоже может получить отсрочку. Приведем пример. Профессор Гектор Гомес, читающий курс истории в университете Краун, шт. Мэн, получает заработную плату, равную 3500 долл. (до вычета налога). Профессор Гомес может вносить примерно по 600 долл. в месяц в программу аннуитета с отсрочкой плате-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Аннуитет с ограниченным сроком — новый конкурент депозитного сертификата?

В налоговом законодательстве перечислено не так уж много средств налоговой защиты, которые были бы одинаково привлекательны для всех. Одни сопряжены с большим риском, другие ограничивают либо сумму, которую можно защитить, либо виды доходов, дающие право на защиту.

Одно из исключений — аннуитеты с отсроченными платежами. Многие из них доступны даже тем, кто может инвестировать не более 1000 долл., но они хорошо служат и для защиты владельцев 100 тыс. долл.

Риск будет невелик, если вы купите аннуитет с фиксированной рентой у первоклассной страховой компании. В последнее время страховые компании нашли способ дальнейшего снижения риска при помощи нового финансового инструмента, который известен под названием "аннуитет с ограниченным сроком" или "сертификат аннуитета".

По обычному контракту об аннуитете покупатель соглашается внести страхователю определенную сумму денег в обмен на регулярную выплату дохода в будущем. Вы можете купить новый сертификат аннуитета, вложив крупную сумму единовременно (разовым платежом), тогда вы получите полностью оплаченный полис. Или можете оплачивать его взносами в течение нескольких лет. В любом случае уплата налога на ваш доход откладывается до момента изъятия вклада.

Ваш доход на вложенный капитал будет зависеть от того, какой вид аннуитета вы изберете. Если вы выберете "плавающую" ренту, то вам предстоит решать, каким образом страховой взнос будет вкладываться в различные ценные бумаги — паи взаимных фондов, в том числе акционерных, облигационных, а также фондов денежного рынка. Чем лучше вариант вы выберете, тем больше получите денег. Но вы можете и потерять, как многие потеряли при крахе рынка акций в 1987 г.

Именно с тех пор покупатели предпочитают выбирать аннуитеты с фиксированной рентой из-за меньшего риска. По полису с фиксированной рентой страховая компания гарантирует выплату дохода в течение оговоренного периода — от нескольких месяцев до 10 лет. Когда закончится первый период гарантии, компания установит новую сумму для выплаты в следующий оговоренный период.

Обычно аннуитеты с отсрочкой платежа применяются в качестве дополнения к пенсии. В определенный момент вы начинаете извлекать ренту из своего полиса — перестаете платить и начинаете получать. Вы можете взять крупную сумму сразу и заплатить весь отложенный налог. Или вы предпочтете, чтобы регулярная рента выплачивалась пожизненно и вам, и вашей жене (мужу). Часть этой ренты будет облагаться налогом в момент получения, а часть останется свободным от налога доходом на ваше вложение.

И если вы умрете, пока ваш полис еще не выкуплен, вашим наследникам достанется или остаток на вашем счете, или все страховые взносы (та сумма, которая окажется больше). И в этом случае точно так же налогом будет обложен только доход, но не первоначальный капитал. Рента будет поступать к наследникам независимо от того, будет ли утверждено завещание и во что оно обойдется.

При всех этих преимуществах у страховой ренты есть и недостатки, главный из них — низкая ликвидность. Все деньги, которые вы будете забирать со счета до начала выплаты ренты, облагаются налогом в пределах полной суммы дохода. Если вы будете снимать деньги до того, как вам исполнится 59,5 года, то вам придется выплачивать еще 10% штрафного налога на выплаченный доход.

Кроме того, вам придется платить страхователю штраф за досрочное снятие денег — 25% снимаемой суммы. (Некоторые компании разрешают частичное снятие денег со счета без штрафа.)

Если вы купите страховку с фиксированной рентой, то по окончании гарантийного периода окажетесь в зависимости от страховой компании, которая сама будет решать, по какой ставке выплачивать ренту в дальнейшем. «Некоторые компании предоставляют прекрасные условия для получения ренты, — говорит Сьюз Орман, президент финансовой группы "Сьюз Орман" в г. Эмеривилль, шт. Калифорния. — А иные соблазняют вас высокой рентой вначале, а потом, когда гарантийный период кончается, резко ее снижают».

Клиенты могут требовать, чтобы им были даны специальные условия "выхода", предлагалась замена полиса новым без уплаты штрафа в случае, если рента сильно снижается, но такие аннуитеты обычно продаются на худших условиях. Кроме того, как говорит мисс Орман, «никакие условия "выхода" не помогут в том случае, если процентные ставки на рынке повысятся, а компания не увеличит вашу ренту».

Возьмем аннуитет с ограниченным сроком. Предположим, вы купили такой полис сроком на год за 10 000 долл. и по нему выплачиваются проценты по ставке 8,5. (Минимальная сумма вложения обычно составляла либо 5000 долл., либо 10 000 долл., а рента — примерно 8,5—8,75%, в зависимости от того, когда начиналась ее выплата. Это немного меньше, чем ставка по сертификатам банковских депозитов.)

Через год на вашем счете будет 10 850 долл. Если вы захотите, то сможете забрать деньги и заплатить налог на вашу прибыль, равную 850 долл. При этом штраф в пользу страховой компании за изъятие налагаться не будет. Но если вы моложе 59,5 года, то вам придется заплатить 10%-й штрафной налог. Если же эти деньги вам не нужны немедленно, то вы сможете вложить их в другой аннуитет и не платить никаких налогов.

Таким образом, условия вашего вложения так же гибки, как и условия депозитного сертификата, при этом вы имеете право решать, когда платить налоги. "Все, кому уже исполнилось 59,5 года, и слышать не хотят о депозитных сертификатах — им нужны только рентные полисы, — говорит мисс Орман. — Им также не надо платить 10%-й налог за досрочное снятие денег".

Но у аннуитетов с ограниченным сроком нет той "железной" надежности, которую придает банковским депозитным сертификатам федеральная система страхования депозитов. Каждый штат требует, чтобы страховые компании подкрепляли рентное страхование резервами, но никто не защищен от проблем. Когда в начале 80-х годов компания "Болдуин-юнайтед", продававшая аннуитеты, переживала финансовые затруднения, инвесторы долго были в состоянии неопределенности и, в конце концов, получили на свои вложения меньше, чем им было обещано.

Чтобы уйти от таких проблем, выбирайте компании тщательно. Мисс Орман советует инвесторам выбирать компании, работающие не менее 75 лет, имеющие рейтинг *А+* от фирмы "А. М. Бест" и портфели, не слишком перегруженные долгосрочными ненадежными, "бросовыми" облигациями. А при пересмотре ренты поинтересуйтесь историей компании.

Продажей аннуитетов занимаются не только страховые агенты, но и многие брокеры. Они могут говорить, что не берут комиссионных, хотя на самом деле берут от 1 до 4%. Страховые компании платят комиссионные, а потом зарабатывают на инвестировании ваших денег, получая по облигациям 10%, а вам выплачивая 8%.

Наконец, инвесторам следует знать, что при пересмотрах ставок налога может меняться стоимость аннуитета. К тому времени, когда вы снимете деньги со счета, ставка налога может увеличиться. Сейчас, когда самая высокая ставка налога составляет 33%, не имеет смысла откладывать уплату налога до той поры, когда она поднимется до 50%. А Конгресс, ища, что бы еще "срезать" из налоговых льгот, может как раз нацелиться на аннуитеты.

Источник: Donald Jay Korn, "And Now, A Wave of Flexible Annuities", *The New York Times*, March 5, 1989, p. F-11.

жа. (Обратите внимание на то, что его максимальный взнос ограничен суммой, рассчитанной по определенной формуле.) Эти 600 долл. исключаются из налога на его текущий доход. Таким образом, налоговая база профессора Гомеса равна 2900 долл. Он не должен платить подоходный налог на свои взносы и проценты до тех пор, пока не начнет получать регулярную ренту. Когда он уйдет на пенсию, то в том случае, если место его доходов на налоговой шкале окажется ниже, чем в настоящее время, налог на свой отложенный доход он будет платить по сниженной ставке. Следовательно, аннуитет с налоговой защитой выгоден тем, что он сокращает текущий подоходный налог и дает более высокий доход в дальнейшем, например при выходе на пенсию.

Выплата прибыли на вложенный капитал

Выплаченная прибыль — *это доход на капитал по контракту об аннуитете, реализованный тогда, когда начинается период распределения.*

Простой аннуитет — *это контракт об аннуитете, дающий право аннуитанту на получение пожизненной ренты.*

Инвестор получает доход на капитал по контракту об аннуитете, или **выплаченную прибыль**, тогда, когда начинается период распределения. Он может выбрать **простой аннуитет**, который предполагает регулярные выплаты до конца его жизни. Многие компании предлагают на выбор самые разные варианты выплат, в том числе такой, по которому деньги получают оба супруга пожизненно, и такой, по которому накопленная сумма вместе с процентами выплачивается быстро, в короткий срок. Сумма, получаемая аннуитантом, зависит как от того, сколько денег накопилось на его счете, так и от выбранной им схемы выплат. Важно найти такой вариант, по которому выбранная схема выплат дала бы самый высокий доход. Такая схема, скорее всего, должна характеризоваться сравнительно высокой процентной ставкой при небольшой плате за комиссию и административные услуги (или совсем не иметь такой платы). Контракт, приведенный в качестве образца в табл. 15.4, предоставляет аннуитанту возможность выбрать, как, когда и где будут делаться выплаты.

Условия изъятия денег и санкции

Во многих контрактах об аннуитете оговариваются условия, при соблюдении которых покупатель имеет право изъять накопленные на счете деньги плюс проценты. Следует внимательно прочесть эти условия. Некоторые страховые компании налагают крупные штрафы за преждевременное изъятие вклада. В том контракте, который приводится здесь в качестве образца, содержатся обычные условия изъятия. Не менее важно знать, что Закон о налоговой реформе от 1986 г. предусматривает увеличение подоходного налога на 10% в случае, если период распределения по аннуитетам с отсрочкой и налоговой защитой начинается слишком рано (т.е. клиенту еще не исполнилось 59,5 года).

Комиссионные и административные расходы

Продажей аннуитетов часто занимаются страховые агенты, которые должны получать вознаграждение за свои услуги. Некоторые контракты продаются без комиссионных, но это значит, что не клиент, а сама страховая компания напрямую оплачивает услуги агентов. Именно такое условие содержит наш образец. Бывают контракты, по которым покупатель

ТАБЛИЦА 15.4 Типичные условия страхового контракта с единовременным взносом и отсрочкой выплат

Условие	Отражение в контракте
1. Минимальный взнос	Минимальный единовременный взнос требуется в размере 5000 долл., а максимальный взнос без предварительного согласия компании — 500 000 долл.
2. Право на изъятие денег	Через год после заключения контракта можно снимать до 10% его стоимости в год без штрафных санкций. Это правило действует в случае, если 50% взносов уже сделано. Но если после снятия на счете остается сумма меньше первого взноса, то с клиента в первый год берется штраф в размере 5% разницы между стоимостью контракта и суммой взносов. После этого штрафы снижаются на 1% в год и через пять лет уже не взимаются. В любом случае клиент не может получить меньше своего первоначального единовременного взноса за вычетом ранее снятых сумм.
3. Гарантированные ставки процента	В первый год 9,3%, затем 4,5%.
4. Условия полного изъятия вклада, если контракт невыгоден	Отсутствуют.
5. Комиссионные при покупке и плата за административные расходы	Отсутствуют.
6. Условия выплат	Период выплат должен составлять не менее 36 месяцев во избежание санкций.
7. Последствия для подоходного налога	Каждое изъятие дохода облагается налогом по ставке в 10%, если клиенту меньше 59,5 года. Кроме того, штраф не берется в случае смерти клиента, его инвалидности и других тяжелых жизненных обстоятельств. Каждое изъятие дохода облагается налогом в том же году по ставке налога, которая определена для клиента. Контракт может быть перенесен на другой аннуитет, если его регистрация не меняется (в этом случае требуется экспертная оценка консультанта по налогам).

Источник: Составлено по условиям аннуитетов с отсрочкой выплат, которые одна крупная страховая компания предлагала в начале 1989 г.

должен платить комиссионные до 10%. Могут также назначаться плата за административные расходы, ежегодные комиссионные за управление, единовременная плата за открытие счета. Главное, что должен сделать желающий купить аннуитет, — это просчитать, какую *реальную прибыль на вложенные деньги он получит за вычетом всех комиссионных и всей платы за административные расходы.*

ТАБЛИЦА 15.5 **Сравнение условий помещения 10 000 долл. в два инструмента: аннуитет с отсрочкой выплат и аннуитет, облагаемый налогом***

Конец года	Аннуитет с отсрочкой выплат (в долл.)		Аннуитет, облагаемый налогом (в долл.)		
	Доход	Цена на конец года	Доход	Налог	Цена на конец года
1-го	930	10 000 + 930 = 10 930	930	260	10 000 + 930 − 260 = 10 670
2-го	1016	10 930 + 1016 = 11 946	992	278	10 670 + 992 − 278 = 11 384
3-го	1111	11 946 + 1111 = 13 057	1059	297	11 384 + 1059 − 297 = 12 146
4-го	1214	13 057 + 1214 = 14 271	1130	316	12 146 + 1130 − 316 = 12 960
5-го	1327	14 271 + 1327 = 15 598	1205	337	12 960 + 1205 − 337 = 13 828
10-го	—	— + — = 24 333	—	—	— + — − — = 19 120
20-го	—	— + — = 59 211	—	—	— + — − — = 36 556
30-го	—	— + — = 144 080	—	—	— + — − — = 69 895

* *Допущение:* 1) годовой доход на оба вложения составляет 9,3%; 2) инвестор платит налог по ставке 28%.

Пример отложенного аннуитета

Выше мы говорили о том, чем выгоден аннуитет как средство отсрочки уплаты налога. Приведенный ниже пример показывает, как он помогает отложить уплату подоходного налога за проценты, которые накапливаются на счете аннуитанта. Предположим, что инвестор купил за 10 000 долл. страховой полис с единовременным взносом и отсрочкой налога, по которому он получает 9,3% в год. Как показано в табл. 15.5, если оставить процент накапливаться на счете, то через 5 лет вложенный капитал увеличится до 15 598 долл., через 10 — до 24 333 долл., а через 30 — до 144.080 долл. В этом случае накапливаются сложные проценты, не облагаемые налогом. Если бы 10 000 долл. были вложены в инструмент, по которому выплачивается доход в 9,3%, облагаемый налогом, то накопить удалось бы гораздо меньше. Например, если инвестор платит подоходный налог в 28%, то он накопит через 5 лет только 13 828 долл., через 10 — 19 120 долл. и через 30 — 69 895 долл. Следовательно, при возможности отложить уплату налога на 30 лет можно накопить еще почти 75 000 долл. Накопить гораздо больше позволяет как экономия на налоге, так и увеличивающаяся год от года сумма процента, которая реинвестируется. Инвестор, конечно, будет платить налог на проценты, начисляемые по аннуитету, как только начнутся регулярные выплаты по контракту. Но даже при этом он существенно выиграет на отсрочке, и выиграет больше, если он находится на верхней ступени шкалы прогрессивного налогообложения и платит 33%.

Отложенный аннуитет и пенсионные программы

Многие инвесторы увязывают покупку отложенного аннуитета с пенсионными программами. Но вспомним, что было сказано в гл. 4: планы Кеога и индивидуальные пенсионные счета *(IRA)* — это частичные заменители отложенных аннуитетов, и их следует оценивать вместе. Если вы не полностью снимаете ваш годовой необлагаемый доход с индивидуального пенсионного счета, то вместо того, чтобы покупать аннуитет с отсрочкой налога, вы мо-

жете добавлять оставленную сумму к пенсионной программе. Еще выгоднее исключать из налогооблагаемого дохода всю разрешенную сумму взноса на счет *IRA*. Если только вы не принадлежите к категориям служащих, имеющих по закону право на аннуитеты с налоговой защитой (о чем говорилось выше), то вы не можете исключать из дохода цену покупки аннуитета, а можете только "откладывать" полученный доход.

Изъятие средств и с индивидуальных пенсионных счетов, и из отложенных аннуитетов людьми, не достигшими 59,5 года, облагается 10%-м штрафным налогом и, что очень важно, в этом же году, в котором произошло изъятие. Более того, каждое изъятие средств из аннуитета с точки зрения налогообложения всегда рассматривается как доход; причем весь доход, являющийся результатом изъятий, трактуется как процентный доход и поэтому является налогооблагаемым.

Фиксированный и "плавающий" аннуитет

Фиксированный аннуитет — *это контракт, по которому ежемесячно выплачиваются одинаковые суммы.*

"Плавающий" аннуитет — *это контракт, по которому ежемесячные выплаты корректируются в соответствии с результатами инвестиций (а иногда и в связи с данными о смертности) страховщика.*

Аннуитет, выплачиваемый в период распределения, бывает фиксированным и "плавающим". В большинстве контрактов устанавливается **фиксированный аннуитет**. Это означает, что схема выплаты выбирается однажды и ежемесячный доход больше не изменяется. Но все чаще аннуитеты дают право изменять размер месячного дохода в соответствии с результатами инвестиций страховщика (а иногда и в связи с данными о смертности). В таких контрактах устанавливается **"плавающий" аннуитет**. Преимущество фиксированного аннуитета состоит в том, что аннуитанту гарантируется определенная сумма в долларах ежемесячно независимо от того, какую прибыль приносят вложенные им деньги. Но у фиксированного аннуитета есть большой недостаток: в периоды инфляции покупательная способность доллара падает; например, при годовой инфляции в 5% через пять лет один доллар по покупательной способности будет равен 78 центам в начале этого периода.

Для того чтобы компенсировать такой недостаток фиксированной ренты, как отсутствие защиты от инфляции, был введен "плавающий" аннуитет. Он тоже несет в себе риск для аннуитанта, но другого рода. Никто не знает, насколько прибыльны будут вложения страховой компании, а она вкладывает средства в обыкновенные акции, облигации, акции фондов денежного рынка и т. д. Поэтому не исключено, что ежемесячный доход, который достанется аннуитантам, будет ниже в абсолютном выражении, чем при фиксированной ренте. Те, кто покупает контракты с "плавающим" аннуитетом, конечно, рассчитывают на то, что он, по крайней мере, не будет отставать от роста стоимости жизни. К сожалению, "плавающий" аннуитет и инфляция, измеряемая индексом потребительских цен, не всегда совпадают по динамике. В 70-х — начале 80-х годов, когда инфляция была довольно высока, многие "плавающие" аннуитеты росли значительно медленнее, чем индекс потребительских цен. В последующие годы этот вид аннуитетов становился все популярнее и распространился довольно широко, но биржевой крах в октябре 1987 г. заставил инвесторов на себе испытать, что такое риск разорения. Этот опыт показал, что при "плавающем" аннуитете риск получать все меньше за свои деньги — вполне реальная вещь. (В результате резкого падения курсов обыкновенных акций выплаты большинства "плаваю-

щих" аннуитетов в 70—80-х годах упали ниже тех сумм, которые платились по контрактам с фиксированным аннуитетом.)

Хотя большинство премий, которыми оплачиваются контракты с "плавающим" аннуитетом, вкладывается в обыкновенные акции, аннуитантам иногда разрешается вкладывать деньги в обыкновенные акции как в период накопления, так и в период распределения. В отдельных случаях аннуитанты предпочитают, чтобы премии накапливались по переменной схеме, а после выхода на пенсию выплачивались по фиксированной схеме. С точки зрения этих клиентов, такой вариант обеспечивает им участие в экономическом росте страны, пока они работают, но оберегает их от кратковременных экономических спадов после ухода на пенсию.

Аннуитеты в качестве инвестиционных инструментов

Есть несколько вариантов использования аннуитетов в инвестиционной программе. Немедленный аннуитет обеспечивает клиенту пожизненно надежный и предсказуемый доход. Отложенный аннуитет дает определенную гарантию выплат и налоговую защиту, а в дополнение к этому — удобный способ денежных накоплений. Думая о покупке отложенных аннуитетов, инвестор должен оценить, насколько он подходит для вложения капитала, и разобраться в условиях покупки.

Пригодность для помещения капитала

С точки зрения инвестора, главное преимущество отложенных аннуитетов состоит в том, что они позволяют накопить прибыль, не платя налог на нее, и создать на ее основе источник будущих доходов. Отсрочка уплаты налога дает возможность накапливать проценты быстрее, чем можно было бы накапливать, платя налог. Те, кто получает аннуитет с налоговой защитой, может отсрочить также текущий подоходный налог на страховые взносы (премии). Кроме того, вложение денег в аннуитет не связано с большим риском.

Что касается недостатков, то у отложенных аннуитетов их два: 1) отсутствие защиты от инфляции; 2) высокие комиссионные при покупке и высокая плата за административные расходы. По большинству таких аннуитетов проценты в период накопления начисляются по меняющейся ставке, но эта ставка не должна быть выше текущего темпа инфляции. Поэтому они не являются средством страхования от инфляции. Другой их недостаток — сравнительно высокие комиссионные и плата за административные расходы — связан главным образом с тем, что комиссионные при продаже (независимо от того, кто их платит — покупатель или страховая компания) очень велики и могут занижать прибыль покупателя. Кроме того, у страховых компаний большие накладные расходы, которые тоже оплачиваются из денег аннуитантов. В общем, аннуитеты являются важной частью инвестиционного портфеля, но они не должны быть единственным финансовым инструментом в портфеле. Есть и другие инструменты, обеспечивающие более высокую прибыль (и, возможно, связанные с более высоким риском).

Как покупать аннуитеты

Аннуитеты продаются страховыми агентами, имеющими лицензию на этот вид торговли, а также многими биржевыми брокерами. На рынке любого

города у этих продавцов можно найти не менее полусотни аннуитетов с различными схемами действия. До того как вкладывать деньги в конкретный аннуитет, постарайтесь достать проспект страховой компании и литературу, посвященную аннуитетам. Эти источники надо внимательно изучить и сравнить между собой, а затем выбрать такой контракт, который соответствует вашим инвестиционным целям и в то же время дает самую высокую прибыль за вычетом налога и всех прочих выплат. Не менее важно проверить, какой рейтинг страховая компания имеет в списках "Бестс иншуранс": ведь *аннуитет не может быть лучше, чем выпустившая его страховая компания.* Эти рейтинги строятся примерно так же, как и рейтинги рынка облигаций, и отражают финансовую мощь компании. Буквенные обозначения (от *А+* до *С*) присваиваются компаниям по принципу: чем сильнее компания, тем ниже риск работы с ней. Таким образом, если эта ценная бумага представляет для вас значительный интерес, имейте дело со страховой компанией с рейтингом *А+* или *А*. Если же вам нужен "плавающий" аннуитет, сделайте то, что вы сделали бы, если бы искали обычный пай взаимного фонда: проверьте финансовые результаты за прошлые годы, узнайте, есть ли в компании талантливые менеджеры, обратите внимание на уровень накладных расходов, которые не должны быть чрезмерными, и прикиньте, нет ли на рынке других выгодных финансовых инструментов на случай, если вы захотите изъять этот вклад и вложить его во что-либо еще.

Полисы страхования жизни с единовременным взносом (*SPLI*) — популярная альтернатива

Налоговое законодательство, в том числе Закон о налоговой реформе от 1986 г., начиная с 1982 г. сокращало возможности налоговой защиты по страховым полисам с единовременным взносом и отсрочкой уплаты налога *(SPDA)*. В настоящее время при изъятии вклада, если его владельцу еще нет 59,5 года, взимается штрафной налог в 10% независимо от того, сколько лет владелец держал эту страховку. Кроме того, штрафную санкцию за изъятие вклада применяют многие страховые компании: обычно они берут 10% и более за изъятие в течение первых 7—10 лет. Эти ограничения, естественно, снижают выгодность таких страховок в качестве средств налоговой защиты.

Полис страхования жизни с единовременным взносом (*SPLI*) — *это страховой финансовый инструмент, держатель которого сразу платит крупную сумму за покупку пожизненной страховки, по которой полагается выплата определенной суммы в случае, если будет установлен факт смерти владельца, а по накопленному вкладу выплачиваются достаточно высокие проценты, причем спустя некоторое время он освобождается от налога.*

После того как Законом о налоговой реформе от 1986 г. были наложены ограничения на использование страховых полисов с единовременным взносом и отсрочкой уплаты налога *(SPDA)*, появился и получил широкое распространение другой финансовый инструмент — **полисы страхования жизни с единовременным взносом** (*SPLI*). Эти полисы действуют на тех же условиях, что и *SPDA*, но вкладчикам разрешается также снимать средства со счета и не платить налог до того, как им исполнится 59,5 года. Обычно покупатель полиса делает крупный страховой взнос (15 000 долл. и более) для приобретения полиса страхования жизни целиком (см. гл. 4). По такому полису полагается выплата определенной суммы в случае, если будет установлен факт смерти владельца (эта сумма передается наследникам, и с нее не взимается налог), а по накопленному денежному вкладу выплачиваются достаточно высокие проценты, причем спустя некоторое время вклад освобождается от налога. Владелец вправе отказаться от этой страховки, как и от любого пожизненного полиса, и изъять свой денежный вклад. В этом случае

налог будет взиматься со всей прибыли сверх первоначально вложенной суммы.

Самое привлекательное в полисах типа *SPLI* — это то, что они дали владельцу право ***снимать наличные с вклада в любой момент в форме ссуды под страховой взнос, не платя при этом налога.*** К сожалению, в 1988 г. Конгресс США принял Закон о технических и разных доходах, который закрыл пробел в законодательстве, разрешавший снимать деньги в виде ссуды под страховой взнос. До того как этот закон был принят в конце 1988 г., можно было взять ссуду под полис в размере до 90% денежного вклада и не платить никакого налога. Ссуды под страховой взнос по условиям контракта даются, как правило, ***по низкой процентной ставке,*** чаще всего в пределах 6—8%. Поскольку страхователь дает владельцу полиса кредит по ставке, применяемой к накопленной на счете владельца денежной сумме, чистая ставка кредита под страховку очень низка — от 0 до 2%. Вы не только накапливаете без налога то, что получаете по полису, но также берете с него деньги без налога. По новому закону страховые премии должны соответствовать гипотетическому критерию семи премий — ряду условий, ограничивающих общую сумму премий, которые клиент может доплачивать страховой компании по полису в течение каждого из семи первых лет действия этого полиса. В противном случае любое снятие наличных денег до того, как вам исполнится 59,5 года, будет облагаться 10%-м штрафным налогом (кроме случаев смерти, потери трудоспособности и других тяжелых ситуаций). Инвестор больше не пользуется такой привилегией, как ссуды под страховой взнос, позволяющие снимать деньги с вклада, не платя налога.

В настоящее время полисы типа *SPLI* появились снова, и они предоставляют больше преимуществ в случае смерти владельца. По этим полисам первоначально вложенный капитал сохраняется и начисляется гарантированная прибыль примерно в течение года после покупки. В дальнейшем норма прибыли периодически изменяется в соответствии с рыночным курсом процента, но не ниже определенного уровня, который оговаривается в полисе (обычно это 4—6%). Полисы страхования жизни с единовременным взносом и "плавающим" аннуитетом (см. гл. 4) дают своим держателям возможность вкладывать деньги в самые разнообразные финансовые инструменты, начиная от акций и облигаций и кончая ценными бумагами взаимных фондов и инструментами денежного рынка. Однако эти полисы не дают гарантии сохранения первоначального вклада, равно как и минимума прибыли. На этих полисах можно потерять немалые суммы вложенных денег.

Те, кто критически отзывается о контрактах типа *SPLI*, обычно говорят, что, хотя они могут быть неплохой налоговой защитой, норма доходности по ним чаще всего бывает ниже, чем норма доходности по безналоговым муниципальным облигациям, а их ценность в качестве инструмента страхования жизни не так велика по сравнению с контрактами о страховании жизни на определенный срок. Как и все формы пожизненного страхования на случай смерти, единственное достоинство контракта типа *SPLI* в качестве налоговой защиты состоит в том, что он позволяет накапливать капитал, не платя налога, и передавать его наследникам в случае смерти владельца тоже без налога. Контракты типа *SPDA* — это инструменты пенсионного страхования, а контракты типа *SPLI* выгоднее всего использовать в качестве фор-

мы пожизненного страхования на случай смерти. Поэтому ставки прибыли по контрактам типа *SPDA* чаще всего бывают на половину процентного пункта выше, чем по контрактам типа *SPLI*. (Как уже говорилось в гл. 4, универсальное страхование жизни и страхование с "плавающим" аннуитетом тоже дают своим владельцам право накапливать прибыль без налога. В этом смысле они отчасти относятся к финансовым инструментам с налоговой защитой. Но следует учитывать, что в долговременном плане эти инструменты не всегда выгодны — они могут давать очень небольшую прибыль.) Сейчас, когда Конгресс закрыл пробел в налоговом законодательстве, дававший преимущества контрактам типа *SPLI*, кредиты под полис практически перестали служить средством налоговой защиты и их популярность значительно уменьшилась. Хотя они продаются при широкой рекламе и нередко по очень привлекательным ценам, большинство специалистов считают, что эти финансовые инструменты не подходят молодым семьям со скромным доходом, так как они не могут быть ни выгодным инструментом страхования жизни, ни хорошим способом налоговой защиты.

КАК ВКЛАДЫВАТЬ КАПИТАЛ В ПАРТНЕРСТВА С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ

Партнерство с ограниченной ответственностью (*LP*) — *это финансовый инструмент, в который инвестор может вложить свои деньги в пассивной форме, принимая на себя ограниченную ответственность за итоги деятельности партнерства, поместить капитал под активное профессиональное управление и показывать полученную прибыль или убытки (в определенных пределах) в своей налоговой декларации.*

Пассивная деятельность — *это вложение капитала, при котором инвестор не принимает физического участия в управлении фирмой или в ее деятельности.*

Партнерство с ограниченной ответственностью — это финансовый инструмент, который позволяет вкладывать деньги в пассивной форме, взяв на себя ограниченную ответственность за итоги деятельности партнерства, использовать преимущества профессионального управления и включать полученную прибыль (или убытки) в свою налоговую декларацию. Закон о налоговой реформе от 1986 г. значительно уменьшил налоговую защиту с помощью таких партнерств. Этот закон ограничил право списывать при расчете налога чистые убытки, возникающие в так называемой пассивной деятельности, суммой чистого дохода, полученного налогоплательщиком по всем видам его пассивной деятельности. Под **пассивной деятельностью** обычно понимается ситуация, когда инвестор не принимает физического участия в управлении фирмой или в ее деятельности как таковой. К пассивной деятельности относится также получение ренты от сданных в аренду недвижимости, оборудования и другого имущества независимо от того, принимает ли налогоплательщик физическое участие в использовании этих активов. Исключение делается для налогоплательщиков, которые сдают свою недвижимость в аренду и при этом активно управляют арендными отношениями. Они имеют право раз в году списать до 25 тыс. долл. чистого убытка с остальных доходов в случае, если их скорректированный валовой доход не превышает 100 тыс. долл. Для налогоплательщиков со скорректированным валовым доходом между 100 тыс. и 150 тыс. долл. это правило сопровождается ограничениями, а на уровне 150 тыс. долл. вообще не действует. Есть еще одно исключение из правила о физическом участии, и оно касается тех налогоплательщиков, кто несет убытки в связи с работой предприятий по добыче и транспортировке нефти и газа, в которые вложен их капитал, если форма участия в капитале не сопровождается ограничением ответственности.

Хотя значение вкладов с ограниченной ответственностью в качестве инструментов налоговой защиты уже не слишком велико, эта форма собственности широко применяется для формирования капитала, дающего высокую

прибыль и приток денежной наличности. Такие вклады следует делать так же, как и вложения в любые финансовые инструменты, а именно: *в соответствии с их привлекательностью для инвестора*, оценив их с точки зрения нормы доходности и уровня риска. Поэтому необходимо прежде всего понять, почему их покупают и как они работают.

Объединение капиталов и распределение риска

Синдикат — *это совместное предприятие (полное партнерство, корпорация или партнерство с ограниченной ответственностью), в которое инвесторы помещают свои средства для дальнейшего инвестирования.*

Полное партнерство — *это совместное предприятие, в котором все партнеры имеют управленческие права и несут неограниченную ответственность по любым долгам и обязательствам этого партнерства.*

Корпорация — *это форма организации, которая налагает на держателей своих акций ограниченную ответственность и создается на неопределенный срок.*

Для того чтобы получить экономию на масштабах и распределить риск, инвесторы нередко объединяют свои ресурсы в форме совместных предприятий. Эти совместные предприятия, нередко именуемые **синдикатами**, бывают нескольких форм: полные партнерства, корпорации, партнерства с ограниченной ответственностью. В **полном партнерстве** все участники имеют управленческие права и несут неограниченную ответственность по любым прибылям и обязательствам, возникающим в данном товариществе. Совершенно очевидно, что неограниченная ответственность не отвечает интересам пассивных инвесторов (тех, кто не хочет активно участвовать в деятельности товарищества).

Коллективная форма объединения капиталов, или **корпорация**, предусматривает ограниченную ответственность тех, кто вложит капитал в ее акции. Кроме того, срок жизни корпорации не ограничен и не заканчивается со смертью акционера, в то время как партнерство может закончить свое существование со смертью неограниченно ответственного участника. Но у корпоративной формы объединения есть один существенный недостаток, который состоит в том, что его прибыли и убытки не могут прямо относиться к акционерам при расчете их налогооблагаемых доходов. (Есть еще такая форма, как *S*-корпорация, которая предоставляет своим акционерам ограниченную ответственность и в то же время позволяет трактовать прибыли и убытки компании как доходы и расходы партнеров. Поскольку число членов — владельцев такой корпорации ограниченно — обычно их должно быть не больше 35, эта форма объединения не слишком популярна, и мы не будем ее рассматривать.) Правда, товарищество как форма объединения предполагает солидарную ответственность каждого участника по прибылям и убыткам. Что нужно сделать в таком случае, чтобы инвестор получил в корпорации право на ограниченную ответственность и показывал полученную прибыль или убытки в своих налоговых декларациях, как это делает участник партнерства? Ответ простой: вступить в *партнерство с ограниченной ответственностью*. Эта форма участия в объединении сочетает преимущества корпорации с преимуществами товарищества, так как дает инвестору финансовый инструмент с ограниченной ответственностью, по которому прибыли и убытки партнерства относятся на доходы каждого его участника. Рассмотрим, как это делается.

Как работает партнерство с ограниченной ответственностью

Правовое регулирование структуры

Статус партнерства с ограниченной ответственностью *(LP)* как формы объединения инвестиций регулируется главным образом законами штатов. Конечно, законы различаются от штата к штату, но обычно они требуют, чтобы до начала деятельности партнерства с ограниченной ответственностью

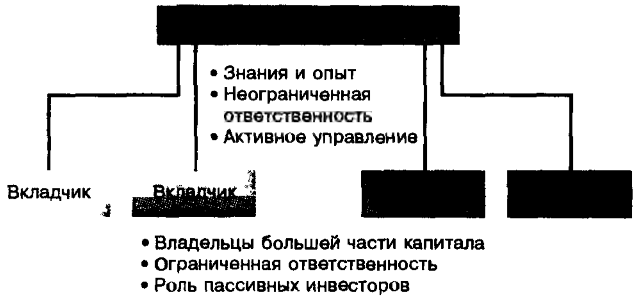


РИС. 15.1. Структура партнерства с ограниченной ответственностью
В партнерстве с ограниченной ответственностью "полный" партнер обычно вкладывает свои знания и опыт и принимает на себя всю ответственность, в то время как вкладчики предоставляют бóльшую часть капитала и несут ограниченную ответственность только в пределах своих вложений.

документы о его создании были поданы в администрацию округа или штата. Кроме того, полагается, чтобы структура партнерства с ограниченной ответственностью не противоречила нормативам федеральных налоговых властей. Это необходимо для того, чтобы члены такого товарищества могли пользоваться всеми положенными налоговыми льготами. Форма партнерства с ограниченной ответственностью пригодна для инвестирования в самые различные объекты и виды деятельности; состав и размеры партнерств могут быть самыми разными. Однако у них всегда есть нечто общее: в составе таких предприятий должно быть, по крайней мере, одно лицо, неограниченно отвечающее по обязательствам (генеральный, или "полный", партнер), и, по крайней мере, одно лицо, несущее ограниченную ответственность.

"Полный" партнер — *это партнер, активно ведущий дела партнерства, несущий неограниченную ответственность и принимающий все решения в партнерстве.*

Вкладчики — *это пассивные инвесторы, средства которых составляют бóльшую часть капитала партнерства. Их ответственность ограничивается суммой вкладов.*

На рис. 15.1 приведен стандартный договор о партнерстве с ограниченной ответственностью. **"Полный" партнер**, активно ведущий дела предприятия, управляет делом и, кроме того, берет на себя неограниченную ответственность. (В большинстве случаев в роли "полных" партнеров выступают корпорации, уменьшающие тем самым неограниченную ответственность.) Очень часто главным вкладом "полного" партнера в компанию является не капитал, а управленческий опыт и знания, а бóльшую часть капитала вносят пассивные инвесторы, которые больше ничего не делают. Они не могут участвовать в управлении предприятием, в противном случае они лишатся защиты от полной ответственности. Кроме того, ответственность партнера обычно не должна превышать доли его участия капиталом, обусловленной договором. Таким образом, партнеры — это **вкладчики** капитала, играющие пассивную роль в деятельности предприятия. Обычно они имеют право на немногое, например могут уволить своего "полного" партнера и/или продать свою долю в партнерстве.

Роль "полного" партнера

Поскольку, как мы уже говорили, ответственность за управление партнерством с ограниченной ответственностью лежит на "полном" партнере, инвестору, желающему вложить деньги в такое предприятие, следует внима-

тельно присмотреться к управленческому потенциалу "полного" партнера. (Деньги остальных партнеров буквально находятся в руках "полного" партнера, и их доходы прямо зависят от его способностей как менеджера.) "Полный" партнер может найти инвесторов, собрать компанию, провести все переговоры. Крупное предприятие может прибегнуть к услугам инвестиционного банка. Как только будет собран необходимый капитал, "полный" партнер приступает к управлению вложениями и за эту работу должен получать вознаграждение. В договорной практике существует много вариантов вознаграждения. Так, "полному" партнеру может полагаться единовременная плата в момент учреждения компании и затем ежегодная плата за управление или же он может получать оговоренную долю в текущей прибыли.

Доходы инвесторов

До того как был принят Закон о налоговой реформе от 1986 г., основная форма выплаты дохода на инвестиции в партнерство с ограниченной ответственностью была защищена от налогов. Но сейчас право на такую защиту утрачено в силу наличия условий о физическом участии и ограниченной ответственности. В настоящее время инвестор может получать доход от вложения в партнерство с ограниченной ответственностью в двух формах: в форме денежного потока и в форме прироста капитала.

Денежный поток. Если партнерство с ограниченной ответственностью работает достаточно хорошо, то его инвесторы получают регулярный денежный доход на свои вложения. Эти периодические выплаты и составляют *денежный поток* от вложенного капитала. Партнеры получают свою долю в денежном потоке компании пропорционально доле в ее капитале. Распределение дохода может делаться раз в месяц, в квартал или в год, и эти суммы облагаются как обычный доход участников. "Полный" партнер обычно получает плату за управление предприятием перед распределением общего дохода. Правда, очень часто, пока остальные партнеры не окупят свои вложения полностью, "полный" партнер берет за управление совсем небольшие суммы.

Прирост капитала. Другой источник дохода на вложения в партнерство с ограниченной ответственностью — это прирост капитала, связанный с *повышением ценности вложения*. "Полный" партнер тоже может рассчитывать на получение части реализованного прироста капитала. Очень часто прирост капитала, вложенного в партнерство с ограниченной ответственностью, дают вложения в недвижимость и другие активы, цена которых может расти в силу инфляции или каких-либо других причин. Как и при вложениях во все остальные финансовые инструменты, этот доход можно реализовать (получить в реальных долларах) или не реализовать (оставить "на бумаге"). И, разумеется, реализованный прирост капитала облагается налогом как часть дохода участников компании.

Популярные формы партнерств с ограниченной ответственностью

Партнерства с ограниченной ответственностью используются для инвестирования в самые различные активы. Часто можно услышать следующее: "Как только появляется бизнес с перспективой высокой рентабельности при

условии, что он будет обеспечен крупным капиталом и профессиональным управлением, тут же создается партнерство с ограниченной ответственностью и покупает этот бизнес". Партнерства с ограниченной ответственностью работают при различных уровнях риска: одни, самые консервативные, создаются для приобретения конторского здания и полностью сдают его в аренду на длительные сроки, а другие, самые рисковые, — для получения потомства от знаменитого призового жеребца, даже несмотря на то, что его потомство никогда не выигрывало призов. Мы же рассмотрим три отрасли, где эта форма наиболее широко распространена: операции с недвижимостью, разработку энергетических ресурсов и лизинг оборудования. Кроме этих отраслей, данная форма получила распространение в племенном животноводстве и откорме скота, в организации научных исследований и прикладных разработок, в постановке кинофильмов и театральных спектаклей, в кабельном телевидении, а также в ипотечном кредите.

Операции с недвижимостью

При вложении в недвижимость в зависимости от вида имущества можно обеспечить себе периодические денежные поступления, прирост капитала и/или налоговую защиту. Как мы уже говорили, ограниченная налоговая защита полагается только тем, кто *активно* участвует в инвестициях в недвижимость. (См. подробное описание анализа вложений в недвижимость в гл. 14.) Пустующие участки земли обычно покупаются в расчете на то, что они подорожают. Доходные дома привлекают инвесторов тем, что дают регулярный денежный доход. Жилые многоквартирные дома, торговые центры, конторские здания и тому подобные объекты обеспечивают как денежный доход, так и прирост стоимости капитала. Очень часто эти объекты покупаются путем сложения капиталов, для чего образуется компания с ограниченной ответственностью. Типичное партнерство с ограниченной ответственностью, работающее в риэлторском деле, состоит из "полного" партнера, который управляет вложенным капиталом, и остальных партнеров, которым принадлежит весь или почти весь капитал.

Синдикат "слепой пул" — *это разновидность риэлторского партнерства с ограниченной ответственностью, которое создается учредителем для того, чтобы собрать деньги и вложить их по его усмотрению.*

"Синдикат одного объекта" — *это разновидность риэлторского партнерства с ограниченной ответственностью, которое учреждается с целью сбора денег для покупки конкретной недвижимости.*

Существует два вида риэлторских синдикатов. **Синдикат "слепой пул"** создается учредителем (иногда это очень известное лицо) для сбора денег и вложения их по усмотрению данного лица; правда, у "полных" товарищей обычно бывает на примете что-то вполне конкретное. **"Синдикат одного объекта"** образуется для приобретения конкретных объектов. Очень часто самые крупные синдикаты с ограниченной ответственностью, владеющие многими объектами, организуются по принципу "слепого пула", а "синдикаты одного объекта" бывают меньших размеров. Правда, многие особо ценные объекты (например, "Эмпайр стэйт билдинг") принадлежат именно "синдикатам одного объекта".

Разработка энергетических ресурсов

Экономическое благосостояние США сильно зависит от энергетических ресурсов. Поэтому федеральное правительство дает различные налоговые льготы тем, кто вкладывает деньги в поиски энергоисточников. Вложения в партнерства с ограниченной ответственностью позволяют собрать капиталы, которые затем вкладываются в финансирование разведки нефти, при-

родного газа, угля и геотермальных источников. Партнерства с ограниченной ответственностью особенно широко распространены в инвестировании в нефтяные и газовые месторождения.

"Программы разведки" — *это партнерства с ограниченной ответственностью, которые создаются для разведки бурением скважин в районах, где предполагается наличие нефти и газа, но месторождения еще не открыты; известны как "дикие кошки".*

"Программы разработки" — *это партнерства с ограниченной ответственностью, которые финансируют бурение промышленных скважин в районах с разведанными запасами нефти и газа.*

"Программы дохода", или "сниматели сливок", — *это партнерства с ограниченной ответственностью, которые покупают промышленные скважины в районах с хорошо разведанными запасами нефти и газа.*

В разведке и разработке месторождений нефти и газа действуют три главных вида партнерств с ограниченной ответственностью. **"Программы разведки"**, участников которых многие считают авантюристами, ведут разведывательное бурение на нефть и газ в тех районах, где месторождения только предполагаются, но еще не открыты. **"Программы разработки"** финансируют бурение скважин в тех районах, где месторождения разведаны и хорошо известны. (Очень часто они работают в непосредственной близости от действующих разработок.) **"Сниматели сливок"** в рамках **"программ дохода"** покупают действующие скважины в районах хорошо известных месторождений.

Добыча нефти и газа — рискованное дело, связанное с высокой неопределенностью результатов. Даже самые знающие геологи и опытные технологи добычи никогда не знают в точности, сколько нефти или газа даст та или иная скважина. Поэтому партнерства с ограниченной ответственностью, занимающиеся нефтью и газом, несут свою долю риска. Естественно, степень риска зависит от характера предприятия, в которое вкладывает свои деньги инвестор. Наиболее рискованны из всех компании-"разведчики", и соответственно потенциальная прибыль у них самая высокая.

В табл. 15.6 приведены данные о типичном партнерстве с ограниченной ответственностью, занимающемся покупкой и эксплуатацией нефтяных и газовых скважин. Это "Пруденшиал-бейч энерджи инкам", предложившее инвесторам партнерства под производственные программы серии VI. В этих партнерствах минимальный вклад для индивидуального инвестора составляет 20 депозитарных единиц по 250 долл. каждая, т.е. 5000 долл. Это стандарт для большинства партнерств с ограниченной ответственностью. Обратите внимание на то, что эти партнерства — "сниматели сливок", они гарантируют денежный доход от продажи нефти и газа.

Если вы купите долю участия в таком партнерстве, как она себя окупит? Естественно, на этот вопрос можно дать ответ только со временем, когда появится необходимая информация. Но прежде можно поинтересоваться: как раньше окупались производственные программы партнерств "Пруденшиал-бейч энерджи инкам"? Ответ можно найти в рекламной брошюре, сопровождающей проспект партнерства. В табл. 15.7 показаны ежегодные денежные выплаты по каждой из 21 производственной программы начиная с 1983 г. Мы видим, что прежние программы постоянно гарантировали распределение денежного дохода на уровне 11%. Это, конечно, не означает, что такой же доход гарантируется по будущим программам, таким, как серия VI. Но в то же время, если ожидаемый рост цен на нефть и газ действительно происходит, то величина распределяемого денежного дохода тоже будет повышаться. Перед тем как вкладывать деньги в данную или другую такую же программу, убедитесь в том, что она отвечает тому уровню риска, рентабельности и налога, который вас устраивает, и является лучшим с точки зрения ваших условий финансовым инструментом.

Лизинг оборудования

Среди американских инвесторов широко распространен еще один вид вклада в партнерство с ограниченной ответственностью. Они имеют дело с дол-

ТАБЛИЦА 15.6 Типичное публичное партнерство с ограниченной ответственностью: "Пруденшиал-бейч энерджи инкам". Условия вкладов в партнерства серии VI

Название программы	"Пруденшиал-бейч энерджи инкам", вклады в партнерства серии VI
Кто может вкладывать	Вкладчики должны располагать на выбор: либо чистыми активами не менее 25 000 долл. (кроме жилого дома, мебели и автомобиля) и годовым валовым доходом не ниже 25 000 долл.; либо чистыми активами не менее 90 000 долл. (кроме жилого дома, мебели и автомобиля) От вкладчиков, проживающих в некоторых штатах, может потребоваться подтверждение их соответствия иным или дополнительным требованиям
Как сделать подписку	Вкладчикам, желающим подписаться на покупку долей депозита, следует обратиться к своим администраторам, ведущим их клиентские счета
Максимальное предложение	500 000 000 долл. (250 000 000 долл. в любом из партнерств)
Минимум капитала одного партнерства	20 000 000 долл.
Предлагаемые ценные бумаги	Паевой взнос
Размер взноса	250 долл.
Минимальное вложение	5000 долл.; для вкладчиков индивидуальных пенсионных счетов и счетов по плану Кеога, а также клиентов внутрифирменных программ участия в прибылях — в большинстве штатов 1000 долл.; для вкладчиков в ранее созданные партнерства для эксплуатации нефтяных и газовых месторождений — 250 долл.
Комиссионные при продаже	7,5% объема подписки (при большом объеме возможны скидки)
Управляющие компанией	"Энерджи продакшн" и "Грэхэм роялти"
Главная цель	Распределение денежного дохода от добычи и продажи нефти и газа среди подписчиков на доли депозита. Партнерство не будет заниматься разведывательным бурением
Предполагаемая деятельность	Приобретение прямого и косвенного участия в имуществе производителей нефти и газа на континентальной части территории США. Предполагается, что в приобретение и увеличение производственных мощностей будет вложен капитал, равный 91% совокупного объема подписки
Распределение издержек и доходов	До выплаты вкладчикам доход разделяется на 99% для вкладчиков и 1% для "Энерджи продакшн" и "Грэхэм роялти". После этого вкладчикам выплачивается 80%, а "Энерджи продакшн" и "Грэхэм роялти" — 20%. Все комиссионные и расходы на организацию и подписку несут вкладчики
Порядок распределения денежного дохода	Ежеквартально. Предполагается начать выплаты через 90 дней после закрытия подписки
Факторы риска	Денежный доход и прирост капитала партнерства не могут быть гарантированы. Кроме того, это предложение связано с рядом неопределенностей, включая наличие производственных активов, их цену, будущие цены на нефть и газ, размеры резервов, восстановление которых экономически оправданно, и возможность для партнерства продавать добытые нефть и газ по адекватным ценам

Источник: Рекламная брошюра и проспект предложения вкладов в партнерства серии VI "Пруденшиал-бейч энерджи инкам", датированные августом 1988 г.

ТАБЛИЦА 15.7 Предыдущие производственные программы, организованные фирмой "Пруденшиал-бейч" (по данным на 20 июля 1988 г.)

Партнерство	Дата создания	Денежные выплаты (в годовом выражении, в %)*						
		15.10.83 г.	15.07.84 г.	18.07.85 г.	21.07.86 г.	20.07.87 г.	20.07.88 г.	В среднем к 20.07.88 г.**
Р-1	13.09.83	9,70	12,10	15,00	5,00	2,40	4,50	8,32
Р-2	15.11.83		10,10	15,00	5,70	3,10	5,75	8,25
Р-3	16.02.84		10,20	15,00	7,40	3,25	6,25	8,22
Р-4	13.06.84		9,80	14,00	5,00	2,75	4,50	7,57
Р-5	29.08.84			12,50	7,70	4,35	3,50	7,36
Р-6	29.11.84			11,00	12,00	8,20	6,75	9,66
Р-7	26.04.85			8,00	12,00	9,50	8,00	10,20
Р-8	31.07.85				14,00	14,40	11,00	13,20
Р-9	30.09.85				13,00	14,40	11,75	13,27
Р-10	07.03.86				10,50	15,00	11,25	12,74
Р-11	14.05.86				7,00	16,10	11,75	12,95
Р-12	17.06.86				7,00	16,10	12,00	13,26
Р-13	17.07.86					14,60	10,75	10,70
Р-14	17.09.86					14,60	10,25	10,91
Р-15	06.11.86					14,60	10,25	11,34
Р-16	03.02.87					14,10	15,00	13,76
Р-17	01.06.87					11,80	15,50	14,80
Р-18	18.08.87						13,00	11,24
Р-19	08.10.87						12,50	11,71
Р-20	20.01.88						11,00	9,23
Р-21	25.04.88						10,00	10,00

* Весь денежный доход, распределенный между вкладчиками за квартал, деленный на полную сумму их вложений в партнерство, а затем умноженный на 365 дней и деленный на число дней в квартале, в течение которых партнерство вело свою деятельность.

** Весь денежный доход, распределенный между вкладчиками к 20 июля 1988 г., деленный на полную сумму их вложений в партнерство и приведенный к годовому выражению путем деления на число лет (в том числе неполных) со времени создания партнерства.

Источник: Рекламная брошюра, сопровождающая проспект предложения вкладов в партнерства серии VI "Пруденшиал-бейч энерджи инкам". Август 1988 г.

госрочной арендой и прокатом различных видов имущества: самолетов, железнодорожных вагонов, оборудования, компьютеров, грузовиков, автомобилей. На вложенные средства партнерство с ограниченной ответственностью покупает оборудование, например компьютеры, и сдает их другим лицам. Как арендодатель, партнерство имеет право списывать стоимость оборудования на амортизацию. Кроме того, для увеличения потенциальной прибыли партнерство может использовать заемный капитал. Но для такого занятия, как лизинг, нужны немалые специальные знания и квалификация. Главное условие успеха в лизинге — это знающий и умелый "полный" партнер. Сдача в аренду компьютеров и разного рода промышленного оборудования имеет высокую степень риска морального старения. Для очень богатых инвесторов есть возможность вкладывать деньги в партнерства с ограниченной ответственностью, сдающие в аренду гигантские нефтеналивные танкеры. Танкеры сдаются нефтяным компаниям на много лет, а владельцы танкеров (партнеры) получают доход в виде ренты.

Виды партнерств с ограниченной ответственностью: публичные и частные

Частное партнерство — *это партнерство с ограниченной ответственностью, у которого число вкладчиков ограниченно, а само оно не зарегистрировано ни в одном государственном ведомстве.*

Публичное партнерство — *это партнерство с ограниченной ответственностью, зарегистрированное в регулирующем федеральном ведомстве и/или ведомстве штата. В его составе обычно бывает 35 и более вкладчиков.*

Циркуляр об участии — *это документ, рассылаемый частным партнерством с описанием имущества, которое предполагается купить, а также информацией о вознаграждении за управление и о прочих финансовых деталях. Обычно в него включается договор о партнерстве.*

Партнерства с ограниченной ответственностью весьма различны по размерам и разнообразию деятельности. Например, трое друзей могут образовать партнерство с ограниченной ответственностью, чтобы купить 6-квартирный дом и сдавать внаем квартиры. А вот в другом партнерстве, "Пруденшиал-бейч энерджи инкам", в 1988 г. насчитывалось более 6 тыс. инвесторов и свыше 68 млн. долл. было вложено в покупку и эксплуатацию нефтяных и газовых месторождений. Существует два различных вида партнерств с ограниченной ответственностью. В **частных партнерствах** число вкладчиков невелико, и они не регистрируются в государственных ведомствах, например в комиссиях штатов по ценным бумагам или в Федеральной комиссии по ценным бумагам и биржам. **Публичные партнерства** регистрируются в соответствующих регулирующих ведомствах на федеральном уровне и/или на уровне штатов, и в их составе насчитывается 35 и более вкладчиков. Предложение участвовать в программах партнерств с ограниченной ответственностью регулируется федеральными законами и законами штатов.

Частные партнерства

Организаторами частных партнерств с ограниченной ответственностью нередко выступают местные брокеры по сделкам с недвижимостью или адвокаты: они лучше знают состоятельную публику в своем районе и часто *берут на себя больше риска*, чем публичные партнерства. Очень часто инвесторы лично знакомы друг с другом. Потенциальным вкладчикам обычно дается **циркуляр об участии** — документ, где описывается имущество, которое предполагается приобрести, а также приводятся ставки платы за управление и другие финансовые подробности. У частных партнерств есть несколько преимуществ. Во-первых, поскольку они не обязаны регистрироваться в государственных органах, у них меньше издержек на заключение и правовое оформление сделок. При регистрации ценных бумаг обычно платятся высокие гонорары юристам, и эти расходы должны оплачивать участники партнерств с ограниченной ответственностью. Второе преимущество

частных партнерств состоит в том, что в них легче получить прямую информацию о "полном" партнере. ("Полный" партнер чаще всего бывает местным жителем, и прежде чем доверять ему деньги, о нем можно многое узнать.) Надежным источником информации о "полном" партнере являются другие участники партнерства, те, кто уже был в числе его вкладчиков.

Публичные партнерства

Объединения типа публичных партнерств с ограниченной ответственностью должны регистрироваться в государственных регулирующих ведомствах на уровне штата, а иногда и на федеральном уровне. Продажа доли участия в таком партнерстве владельцам из другого штата должна соответствовать и законам штатов, и федеральным законам. Продажей долей участия в публичных партнерствах обычно занимаются биржевые брокеры и другие агенты по продаже ценных бумаг, работающие по государственным лицензиям. Издержки совершения таких сделок, как правило, высоки. Стандартные комиссионные при покупке долей участия в партнерствах, занимающихся добычей нефти и газа, составляют около 8%. Доли участия в партнерствах с ограниченной ответственностью, как частных, так и публичных, обычно отличаются невысокой ликвидностью, а иногда их и вовсе нельзя продать без разрешения властей штата. Потенциальный покупатель участия в публичном партнерстве с ограниченной ответственностью получает **проспект** — документ, в котором приводятся подробные данные о финансовом состоянии, управлении и издержках на заключение и правовое оформление сделок. Большинство публичных партнерств с ограниченной ответственностью — это крупные компании с активами свыше 1 млн. долл. Вложив деньги в такое партнерство, инвестор может обнаружить, что стал владельцем доли в *диверсифицированном* портфеле вложений в недвижимость или энергетические ресурсы. Вкладывая деньги в такие партнерства, легче обеспечить и географическое рассредоточение активов.

Проспект — *это документ публичного партнерства, в котором приводится информация о финансовом состоянии и управлении, а также об издержках заключения предлагаемых сделок и их правовом обеспечении.*

Что следует учитывать при инвестировании

Партнерства с ограниченной ответственностью часто дают такой доход, который должен прямо учитываться при подсчете подоходного налога. Поэтому при покупке доли участия в этих партнерствах нельзя руководствоваться только соображениями о доходе на вложенный капитал. Агенты, которые занимаются созданием новых партнерств с ограниченной ответственностью, иногда придумывают невероятнейшие схемы для получения крупных прибылей. Они обещают, что вам гарантированы большие доходы в партнерстве благодаря особым позициям и уникальному опыту "полного" партнера. Это, конечно, возможно, но не без некоторого риска; как правило, инвестор получает (если вообще получает что-либо) гораздо меньше, чем ему обещали. Во вставке "Проницательному инвестору" на примере нескольких историй рассказывается о том, какого рода трудности возникают у вкладчиков, инвестирующих средства в партнерства с ограниченной ответственностью.

Финансовый "рычаг"

Если партнерство с ограниченной ответственностью пользуется *финансовым "рычагом"*, это означает, что его основная деятельность ведется на заемный

капитал, иногда очень значительный. Например, предприятие, которое занимается лизингом оборудования, может финансироваться на 80—90% заемными средствами. Это означает, что на доллар вашего первоначального вклада покупается больше активов, чем можно было бы купить без кредитного "рычага". Например, представим себе партнерство, которое собирает 100 тыс. долл., берет в долг под солидарную ответственность вкладчиков еще 900 тыс. долл. и покупает компьютерное оборудование за 1 млн. долл., а затем сдает его некой фирме на 10-летний срок. Допустим, в первый год оно получает доход, равный 50 тыс. долл. Если вам принадлежит вклад, равный 5% капитала партнерства (вы вложили 5000 долл.), то в первый год вы получите 2500 долл. Следовательно, ваш доход за первый год покроет половину вашего вклада. Если бы партнерство не прибегло к финансовому "рычагу", то вам пришлось бы вложить 50 тыс. долл., чтобы иметь 5% активов (0,05 × 1 000 000 долл.). В этом случае вы получили бы только 5% на ваш вклад (2500 долл. : 50 000 долл.). Совершенно очевидно, что применение финансового "рычага" увеличивает доход, но при этом вы несете ответственность за вашу долю задолженности, которая составляет 45 тыс. долл. (0,05 долл. × 900 000 долл.). Если кредит взят у какой-нибудь подконтрольной фирмы, которая будет готова простить долг в случае разорения партнерства, или если ваша ответственность за часть долга не оформлена юридически, вся сделка (если только партнерство не риэлторское) будет выглядеть чистым мошенничеством в глазах федеральной налоговой службы. В этом случае вы заплатите штрафной налог. Помните, что если "рычаг" увеличивает прибыль, то для этого должен быть повышен риск.

Риск и доходность

Оценка риска и доходности инвестирования в партнерство с ограниченной ответственностью зависит от того, как размещены его активы. Правда, в любом случае есть два фактора, которые необходимо принимать во внимание. Прежде всего следует хорошо изучить того, кто является "полным" партнером. Надо выяснить, например, такую вещь: а не пытается ли он продать участие в разведке на нефть на территории, где предыдущая разведка нефти не обнаружила. И внимательно прочтите предложенную вам брошюру или проспект. Посмотрите, много ли "сливок" снимут учредители ("полный" партнер и связанные с ним лица) в виде комиссионных, платы за юридические услуги и управление. Чем больше они заберут, тем меньше ваших денег будет вложено в проект и тем менее вероятно получение высокой прибыли.

Другое обстоятельство, с которым нельзя не считаться: вклады в партнерства с ограниченной ответственностью обычно не слишком ликвидны. По законам некоторых штатов их даже нельзя продавать до роспуска самого партнерства. Иначе говоря, не исключено, что ваш вклад будет трудно или даже невозможно перепродать. Недавно появились два финансовых инструмента, увеличившие рыночную ликвидность долей в партнерствах с ограниченной ответственностью. Один — это ценные бумаги **действительных партнерств с ограниченной ответственностью** (*MLP*), т.е. вклады, котирующиеся на какой-либо из главных фондовых бирж. Это рыночные активы, которые выпускаются на основании группы вкладов, приобретенных партнерством (*MLP*) тем или иным путем. Несколько лет назад казалось, что эти

Действительное партнерство с ограниченной ответственностью (*MLP*) — *это партнерство открытого типа, доли участия в котором продаются на одной из главных фондовых бирж.*

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Что тревожит партнерства с ограниченной ответственностью

Чарлз Холл обеспокоен. Несколько лет назад он, пенсионер, бывший служащий фирмы "Кейп корал" в шт. Флорида, вложил 25 тыс. долл. в три партнерства с ограниченной ответственностью, находившиеся под управлением корпорации "Саутмарк" со штаб-квартирой в Далласе.

А сейчас (в мае 1989 г.) концерн, активы которого оцениваются в 5,3 млрд. долл., занимающийся сделками с недвижимостью и финансовыми услугами, борется за выживание. На прошлой неделе "Саутмарк" объявил, что в III квартале минувшего года он понес убытки на сумму 1,04 млрд. долл. и часть списанной суммы относится к партнерствам, которые находились под его контролем. В конце прошлого года один из его филиалов, занимавшихся организацией партнерств, а именно "Консолидейтед кэпитал экуитиз", подал в суд петицию согласно статье 11 Федерального закона о банкротстве о том, что он не в состоянии расплатиться с долгами.

Партнерства, в которые вложены деньги мистера Холла, контролируются тремя из 17 дочерних компаний "Саутмарка". "Но когда видишь, что у этого концерна такие неприятности, — говорит он, — начинаешь беспокоиться о том, что еще может случиться под его крышей".

Это относится не только к 76-летнему мистеру Холлу. Трудности некоторых фирм, под эгидой которых созданы партнерства с ограниченной ответственностью, получили широкую огласку, и это все больше беспокоит тысячи инвесторов, вложивших в течение последних десяти с лишним лет миллиарды долларов в риэлторские и другие синдикаты. Положение одних, скорее всего, не так плохо, как им кажется, но другие даже не понимают, в какую ситуацию они попали.

Вклады в партнерства, подконтрольные "Саутмарку", принадлежат примерно 600 тыс. инвесторов. Они обрывают его телефоны: фирма получает не меньше 800 звонков в час. Синдикаты "Саутмарка" считаются публичными, и они широко открыты для всех, кто хочет вложить в них несколько тысяч долларов.

Правда, консультанты по вопросам инвестирования, следящие за тем, как идут дела у партнерств, говорят, что неприятности возникают у тех спонсоров, которые связываются с так называемыми частными партнерствами. Эти партнерства собирают деньги небольших групп вкладчиков, которых принято считать опытными и искушенными и которые могут вложить по 25 тыс. долл. и более. До налоговой реформы 1986 г. вклады в частные партнерства продавались чаще всего как инструменты налоговой защиты.

Уоррен Шайн, партнер нью-йоркской аудиторской фирмы "Эрнст энд Уинни", говорит, что, как ему кажется, спонсоры частных партнерств попадают в трудные ситуации очень часто. "В жизни своей не видел столько неприятностей, сколько случилось с ними за последние годы".

Последний подобный случай произошел совсем недавно. Корпорация "Кардинал индастриз" из Колумбуса, шт. Огайо, подала петицию по статье 11. Компания начиная с 1975 г. собрала 440 млн. долл., вложенных инвесторами в 450 риэлторских партнерств, которые покупали главным образом многоквартирные дома и мотели.

Теоретически, если "полный" партнер попал в трудное положение, это совсем не обязательно должно наносить ущерб интересам вкладчиков партнерства с ограниченной ответственностью, особенно если экономическое положение самого партнерства достаточно прочно. "Если с недвижимостью все в порядке, у партнерства не должно быть проблем", — говорит Питер Фэсс, юрист по ценным бумагам риэлторских фирм из компании "Кэйе, Шолер, Фридмен, Хэйес энд Хэндлер".

Менеджеры обеих фирм — и "Саутмарка", и "Кардинала" — утверждают, что их трудности не имеют отношения к вкладчикам партнерств и они прилагают все силы

для решения возникших проблем. После обращения с петицией по Закону о банкротстве "Кардинал" немедленно разослал письма своим брокерам и дилерам, информируя их о том, что предприятие, попавшее в беду, будет куплено платежеспособным "полным" партнером и что управление активами этого предприятия совершенно не пострадало.

Но не всем вкладчикам в партнерства так везет.

Неприятности могут, по меньшей мере, отвлечь спонсора от выполнения функций контроля над партнерством с ограниченной ответственностью. Например, если недвижимость или еще какие-нибудь активы партнерства "находятся где-то далеко, то за ними нужен внимательный присмотр, — говорит мистер Шайн. — Но если генеральный партнер находится на пути к разорению или уже разорился, то никто этого и не заметит".

Инвесторы, продолжающие в такой ситуации делать "вливания" наличными, незамедлительно столкнутся со значительными проблемами. «Их деньги "убегут", и они неожиданно останутся один на один со своими проблемами», — говорит мистер Шайн.

Еще опаснее, когда спонсор, попавший в трудную ситуацию, начинает распоряжаться деньгами партнерств для погашения своих долгов.

Если у спонсора появились трудности, первой реакцией инвестора будет желание выйти из партнерства. В этом ему могут помочь мелкие инвестиционные компании (их становится все больше), которые скупают доли в партнерствах с ограниченной ответственностью для себя или для перепродажи. Но на этом неофициальном вторичном рынке инвестор получит лишь малую долю того, что он когда-то вложил.

Вкладчики частных синдикатов, где нужно вносить деньги в течение нескольких лет, могут просто расхотеть платить. Но этого не следует делать.

Например, некоторые вкладчики "Кардинала" оплачивали свои доли в течение пяти лет. Если доля стоит 50 000 долл., то каждый инвестор в первый год внес 10 000 долл. и подписал вексель на остальную сумму. Затем "Кардинал" взял кредит под эти векселя и сделал вкладчиков ответственными перед банком.

И если теперь вкладчики перестанут платить по своим векселям, то банки могут потребовать у них невыплаченные деньги. "Партнерство — это договор, и его исполнения можно требовать", — говорит Дэйл Эллис, хьюстонский адвокат по делам о банкротствах. Кроме того, могут возникнуть неприятности с налогами.

Но консультанты по вопросам инвестирования говорят, что есть другие возможности. В небольших частных синдикатах пострадавшие вкладчики могут общими усилиями сменить спонсора.

В крупных партнерствах, где организовать сотни вкладчиков практически невозможно, вкладчики могут предъявить коллективный иск своему спонсору "или еще кому-нибудь в радиусе 25 миль, у кого есть деньги", — говорит Роберт Миллз, президент брокерской фирмы в Сан-Франциско.

Некоторые вкладчики сумели вернуть свои деньги более дешевым путем — через арбитражный процесс. Такая возможность есть у каждого, кто покупает долю в партнерстве — неважно, публичном или частном, — у компании, являющейся членом Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. В этой ассоциации состоят почти все брокерские фирмы, а также некоторые организации, занимающиеся финансовым планированием и продажей ценных бумаг спонсоров партнерств.

"Если у вас громкое дело и богатые защитники, то коллективный иск безусловно принесет удачу, — говорит Дэвид М. Гринберг, юрист из Сан-Франциско, в прошлом работавший в Комиссии по ценным бумагам и биржам. — Но если вы не принадлежите к этой весьма узкой категории, вам лучше пойти по пути арбитража".

Эти иски под руководством Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам приводят к решению большинства споров в течение года. Вкладчики платят пошлину за подачу искового заявления от 15 до 1000 долл. по искам в 500 000 долл. и более.

Источник: Neil Barsky and Jill Bettner, "In Partnerships, Who Shares Problems?", *The Wall Street Journal*, May 26,1989, p. C19.

ценные бумаги действительно смогут повысить ликвидность вкладов в партнерства с ограниченной ответственностью. Но недавние изменения, внесенные в налоговое законодательство, нанесли большой ущерб их привлекательности для инвесторов. У ценных бумаг, выпускаемых партнерствами, есть другой финансовый инструмент повышения ликвидности — растущий вторичный рынок. Авторитетные маркет-мейкеры представляют на этот рынок котировки наиболее известных публичных партнерств с ограниченной ответственностью. (Однако вклады в частные и небольшие публичные партнерства все еще совершенно не ликвидны.) При совершении сделок с вкладами в партнерства, естественно, полагается платить большие комиссионные, что при их общей низкой ликвидности еще больше увеличивает рискованность этого финансового инструмента.

Пригодность для инвестирования

Как вы уже, должно быть, поняли, вклады в партнерства с ограниченной ответственностью — инструмент не для всех. Они достаточно рискованны, не слишком ликвидны и по этим причинам не подходят консервативным инвесторам, озабоченным прежде всего тем, как сохранить капитал. В брошюре или проспекте партнерства обычно объявляется, что участие в нем разрешается только тем инвесторам, которые владеют чистыми активами на определенную сумму (например, 100 000 долл.) и платят налоги по ставкам 28 и 33%. Это правило, отсекающее некоторые категории вкладчиков, называется **правилом пригодности**. Цель этого правила — допускать в партнерства только тех инвесторов, кто может идти на высокий риск. Кроме того, в проспектах обычно содержится заявление типа: "Ценные бумаги, предлагаемые настоящим проектом, связаны с очень высоким уровнем риска". Верьте этому, ведь если регулирующие ведомства требуют, чтобы данная фраза была написана, значит, так и есть. Правила пригодности бывают разные в зависимости от законов, действующих на уровне штата и федеральном уровне. Эти правила направлены на то, чтобы предотвратить продажу участия в весьма рискованных проектах тем вкладчикам, кто не может выдержать финансовые потери. Обычно весьма жесткие правила пригодности устанавливают и публичные партнерства (чьи ценные бумаги, предлагаемые к размещению, регистрируются в ведомствах, регулирующих сделки с ценными бумагами).

Правило пригодности — *это правило, в соответствии с которым те инвесторы, которые не в состоянии идти на высокий риск, должны воздерживаться от приобретения доли в партнерствах с ограниченной ответственностью.*

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Федеральное налоговое законодательство облагает более высокие доходы повышенными налогами. Облагаемый доход бывает либо обычным — активным (вознаграждение за труд) или же пассивным (портфельным) доходом, либо доходом (убытком) в форме прироста капитала. Обычный доход и прирост капитала облагаются налогом по одним и тем же ставкам.
- Облагаемый доход рассчитывается в несколько приемов. Сначала исчисляется валовой доход, в который входят все формы дохода за несколькими исключениями. После вычета из валового дохода некоторых поправок получается откорректированный валовой доход. После поста-

тейных вычетов и изъятий получается облагаемый доход, на базе которого рассчитывается федеральный подоходный налог. Сумма налога, подлежащая уплате, получается после вычета из федерального подоходного налога всех приемлемых сумм налогового кредита.

- Для того чтобы избежать уплаты налога, надо обеспечить себе доход с правом на налоговые льготы, т.е. такой доход, который в принципе не подлежит обложению. Стратегия отсрочки уплаты налога сводится к тому, что уплата откладывается на более поздний срок. Средство налоговой защиты — это финансовый инструмент, часть дохода на который может быть списана с других доходов инвестора.
- Основные виды доходов с правом на налоговые льготы — это процент по безналоговым муниципальным облигациям и по ценным бумагам Казначейства и правительственных агентств (они освобождаются от подоходного налога на уровне штата и местных властей), а также выручка от продажи собственного жилья.
- К приемам, которыми обычно пользуются для того, чтобы отложить уплату налога на следующий год, относятся: 1) продажа "без покрытия" "против сейфа"; 2) хеджирование покупкой опциона "пут"; 3) продажа опциона "колл" на ваши акции по самой выгодной цене. У каждого способа есть свои плюсы и минусы в зависимости от дальнейшего движения курсов акций.
- К такому распространенному приему, как замена текущего дохода приростом капитальных активов, относятся: 1) покупка акций, курс которых быстро растет, вместо акций, приносящих высокие дивиденды; 2) покупка облигаций с крупным дисконтом; 3) инвестирование в доходное имущество. Налоговый своп — это способ снижения и полного освобождения от уплаты подоходного налога без изменения основного состава портфеля.
- Отложенные аннуитеты также могут быть инструментами отсрочки уплаты налога, так как по ним выплачивается довольно высокий рыночный процент и разрешается реинвестирование прибыли без уплаты налога. Главное преимущество этих инструментов состоит в том, что полученный по ним доход не облагается налогом за тот же год, а облагается только тогда, когда он снимается со счета аннуитанта.
- Аннуитеты с налоговой защитой разрешено покупать служащим ряда учреждений на ограниченную сумму в форме не облагаемых налогом взносов из текущего дохода. Выплаты ренты могут делаться по фиксированным или "плавающим" ставкам в зависимости от того, какой доход обеспечивает данный вклад.
- Отложенные аннуитеты — это инструменты с невысоким уровнем риска, и доходы по ним иногда оказываются ниже темпа инфляции. Поэтому те, кто хочет их купить, должны сделать оценку их поведения и определить, насколько они выгодны. Раньше самым популярным видом такого аннуитета был полис страхования жизни с единовременным взносом, но с недавних пор его популярность пошла на убыль из-за изменений в законодательстве, которые отменили право снимать со счета доход без уплаты налога в форме кредита под полис.

- Партнерство с ограниченной ответственностью — это организационная форма предприятия, в которое индивидуальный вкладчик может делать пассивные инвестиции с ограниченной ответственностью и при этом пользоваться профессиональным управлением и списывать полученный доход или убыток (в разрешенных пределах) при исчислении налога, подлежащего уплате. Доход на инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью может иметь как денежную форму, так и форму возрастания капитала. Партнерства с ограниченной ответственностью организуются для вложения в самые различные активы, но чаще всего они встречаются в риэлторском деле, разработке энергоресурсов и приобретении оборудования для последующего лизинга.
- Партнерства с ограниченной ответственностью могут быть организованы как частные или публичные предприятия. Финансовый "рычаг" увеличивает потенциальный доход, но одновременно повышает риск. Тем, кто хочет вложить в них деньги, следует изучить циркуляр или проспект такого предприятия с предложением вклада и тщательно оценить соотношение риска и дохода по данному вложению, а следовательно, его пригодность. Нередко при инвестировании в партнерства с ограниченной ответственностью определенные ограничения налагаются и на самих инвесторов.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Пользуясь табл. 15.1, рассчитайте, какой налог должен платить Эд Робинсон со своего налогооблагаемого дохода в 30 000 долл. После того как вы выполните расчет, объясните, что такое предельная ставка налога и почему ее необходимо учитывать, принимая решения о вложении капитала.
2. Что такое капитальный актив? Расскажите, как облагаются налогом сделки с капитальными активами, и сравните их обложение с обложением обычного дохода.
3. В 1990 г. Шейла и Джим Мендес декларировали следующие статьи дохода (в долл.):

Заработная плата	30 000
Проценты по облигациям	1 100*
Дивиденды (на акции в совместном владении)	1 000
Курсовая прибыль от продажи ценных бумаг	1 500
Взнос на индивидуальный пенсионный счет (вычитается из налога)	2 000
Постатейные вычеты	8 000

* Из этой суммы 400 долл. получены по безналоговым муниципальным облигациям.

Подсчитайте, какой подоходный налог они должны уплатить, если семья состоит из трех человек.

4. Чем отличается уход от налогов от отсрочки уплаты налога? Являются ли эти действия способами уклонения от уплаты налога? Являются ли они способами налоговой защиты?
5. Определите и коротко опишите источники доходов с правом на налоговые льготы.
6. Как можно защитить от налога прирост стоимости такого актива, как собственное жилье?
7. Расскажите, при каких условиях выгодно пользоваться следующими приемами отсрочки налога на другой год: а) продажей "без покрытия" "против сейфа"; б) хеджировани-

ем покупкой опциона "пут"; в) продажей опциона "колл" по цене намного ниже финансового инструмента, лежащего в его основе. Когда лучше всего держать акции и ничего не предпринимать?

8. Шон Хили купил 300 акций компании "Эппл компьютер" по 32 долл. за акцию. Через год и три месяца, в декабре, акции "Эппл" поднялись в цене до 47 долл., и Шон решил их продать, считая, что курс акций "Эппл" через несколько месяцев может упасть до 42 долл. Что вы можете посоветовать Шону, чтобы зафиксировать курсовую прибыль и отложить уплату налога на следующий год?

9. Коротко опишите следующие приемы замены текущего дохода приростом капитала:

   а) покупка акций, курс которых быстро повышается;
   б) покупка облигаций с крупным дисконтом;
   в) амортизация доходного имущества.

10. Расскажите, как можно использовать налоговый своп для уменьшения налоговых обязательств (вплоть до нуля), не внося существенных изменений в состав портфеля.

11. Дайте определение аннуитета и расскажите о том, какую роль он может сыграть в инвестиционном портфеле. Объясните различия между:

    а) аннуитетом с единовременным взносом и аннуитетом, приобретаемым в рассрочку;
    б) немедленным и отсроченным аннуитетом;
    в) аннуитетом с фиксированной и "плавающей" ставкой.

12. Расскажите, какое отношение имеют следующие условия к отсроченным аннуитетам: 1) текущая ставка процента; 2) минимальная гарантированная ставка процента; 3) выплата дохода на вложенный капитал; 4) условия и штрафные санкции за изъятие вклада.

13. Объясните, каким образом отсроченный аннуитет дает налоговую защиту. Как он работает и кому разрешается его покупать? Объясните, может ли отсроченный аннуитет служить в качестве лучшей налоговой защиты, чем индивидуальный пенсионный счет.

14. Что такое полис страхования жизни с единовременным взносом (*SPLI*)? Дайте основные характеристики *SPLI*, сравните его с отсроченным аннуитетом с единовременным взносом (*SPDA*) и объясните, почему *SPLI* в последнее время теряет популярность.

15. Чем партнерство с ограниченной ответственностью отличается от полного товарищества и корпорации? Какие функции выполняют "полный" партнер и вкладчики? Как Закон о налоговой реформе подорвал популярность вкладов в партнерства с ограниченной ответственностью в качестве инструментов налоговой защиты?

16. Какими двумя путями получается доход на капитал, вложенный в партнерства с ограниченной ответственностью?

17. Какие формы партнерств с ограниченной ответственностью получили распространение? Объясните различия между частным и публичным партнерствами.

18. Как воздействует кредитный "рычаг" на уровни риска и доходности вложений в партнерство с ограниченной ответственностью?

19. Ваш приятель предлагает вам и еще нескольким людям вложить деньги в партнерство для лизинга оборудования. Вместе с другими партнерами вы купите компьютер и сдадите его в аренду местному концерну. Расскажите, с какими условиями риска и доходности вам придется считаться, обдумывая это предложение.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

15.1. Планирование налоговых обязательств для семьи Уилсон

Весной 1989 г. бóльшая часть денег Хэла и Терри Уилсон была вложена в обыкновенные акции. Уилсоны не занимались серьезным планированием своих вложений и были

плохо подготовлены к пониманию того, какое влияние могут оказать налоги на выбор. Их портфель состоял исключительно из обыкновенных акций, отобранных главным образом по совету биржевого брокера Сида Николса. Хотя рынок был довольно вялым, им удалось получить хорошую курсовую прибыль на некоторые акции, а курсы других упали ниже цены приобретения. На 20 декабря 1989 г. их портфель выглядел следующим образом.

Акции	Дата покупки	Цена покупки (в долл.)	Текущая рыночная цена (в долл.)
"Консолидейтед пауэр энд лайт"	10.02.87 г.	10 000	16 000
"Каргон индастриз"	07.07.89 г.	3 000	8 000
Корпорация *PYT*	29.06.89 г.	7 000	6 000
"Амалгамейтед айрон энд стил"	09.08.88 г.	8 000	5 000
"Джонс билдинг сапплайз"	06.03.85 г.	4 500	4 700

Хэл считает, что сейчас пора пересмотреть их портфель, и склоняется к тому, чтобы продать сразу все и реинвестировать деньги в несколько паев взаимных фондов, ориентированных на рост активов, и еще, пожалуй, в несколько риэлторских партнерств с ограниченной ответственностью. Терри согласна с тем, что их портфель нуждается в некоторой ревизии, но боится продавать все сразу. Во-первых, она боится, что немалую долю прибыли съест федеральный подоходный налог. Во-вторых, она совершенно уверена в том, что в 1990 г. курс акций "Амалгамейтед айрон энд стил" восстановится, как и курсы акций всех компаний черной металлургии.

Немного поспорив, Уилсоны решают обратиться за советом к своей приятельнице Элейн Байер, дипломированному ревизору крупной аудиторской фирмы. Байер заявила, что она не специалист по инвестированию и поэтому не может сказать Уилсонам, какие акции продавать, а какие оставить с точки зрения инвестирования. Но с точки зрения налогов она не советует продавать все сразу в 1989 г. Лучше, сказала она, продать акции "Консолидейтед пауэр энд лайт", корпорации *PYT*, "Амалгамейтед айрон энд стил" и "Джонс билдинг сапплайз", а акции "Каргон индастриз" оставить на 1990 г. и тогда уже продать, если так хочется.

Хэл и Терри были благодарны Байер за совет, но у них возникло два серьезных опасения. Во-первых, они несколько опасаются продавать акции "Каргон индастриз", раз уж они так хорошо поднялись в цене, и они боятся, что при распродаже на бирже в ожидании дальнейшего снижения курса они действительно могут упасть. Во-вторых, они не хотят расставаться с акциями "Амалгамейтед айрон энд стил", хотя их можно использовать для списания убытка с налога, так как они хотят, чтобы в долгосрочном плане их деньги были вложены в черную металлургию. В конце концов, они обратились к Сиду Николсу, их биржевому брокеру, который согласился с советом Байер и сказал, что об акциях "Каргон" не стоит беспокоиться. Они продаются по 80 долл., и с ними он пошел бы на продажу "без покрытия" опциона "пут" "против сейфа", что позволит расстаться с акциями тогда, когда это будет удобно. Кроме того, он объяснил, что можно использовать налоговый своп, чтобы списать с налога убыток от падения курса "Амалгамейтед айрон энд стил", не уходя из черной металлургии. Для свопа он предложил акции "Юнайтед стейтс айрон", так как они идут примерно по тому же курсу, что и акции "Амалгамейтед".

Вопросы

1. Предположив, что Уилсоны платят налог по ставке 28%, рассчитайте, какой федеральный подоходный налог они заплатят, если: а) продадут все ценные бумаги в 1989 г. по текущим рыночным курсам; б) если продадут акции "Консолидейтед пауэр энд лайт", корпорации *PYT*, "Амалгамейтед айрон энд стил" и "Джонс билдинг сапплайз" в 1989 г. по соответствующим рыночным ценам, а потом прода-

дут акции "Каргон индастриз" по рыночной цене на 2 января 1990 г. Что выходит по вашим расчетам?

2. Как мы сказали, Николс предложил продажу "без покрытия" "против сейфа" для акций "Каргон". Объясните, что он думает о динамике их курса в дальнейшем.
3. Допустим, вам кажется, что у акций "Каргон" есть неплохие шансы для роста курсовой стоимости в 1990 г., но вы опасаетесь, что у них не меньше вероятность резкого падения. Если так, то примете ли вы вариант, рекомендованный Николсом, или выберете что-то иное?
4. Расскажите о налоговом свопе, который предлагает Николс. Позволит ли это Уилсонам свести налог к минимуму, сохранив вложения в черную металлургию?
5. Какую общую линию вы посоветуете Уилсонам, исходя из тех целей, которые они для себя ставят, и их налогового статуса?

15.2. Стоит ли Фреду Крэнстону связываться с нефтью?

Фред Крэнстон, 36-летний менеджер по сбыту крупной компании Западного побережья, занимающейся торговлей автомобильными запчастями, сделал успешную карьеру, что отразилось и на его заработке: компания платит ему 90 тыс. долл. в год. Кроме того, фирма обеспечивает его машиной, предоставляет первоклассную программу пенсионных сбережений и участия в прибылях, отличный контракт страхования жизни и медицинскую страховку, а также дает ему право покупать свои акции на льготных условиях. У Фреда есть собственный дом, расположенный в престижном районе — графстве Мэрин, шт. Калифорния.

Кроме дома, программы пенсионных сбережений и участия в прибылях, у Фреда еще есть портфель акций стоимостью примерно 75 тыс. долл., портфель безналоговых муниципальных облигаций, оцениваемый в 150 тыс. долл., и еще около 100 тыс. долл. вложено в высоколиквидные паи взаимного фонда денежного рынка. Фреду хотелось бы еще вложить средства в финансовые инструменты с высоким риском, чтобы увеличить доход. Он намеревается изъять 50 тыс. долл. из средств, вложенных в паи взаимного фонда, и вложить их в какие-нибудь партнерства с ограниченной ответственностью. Мэри Белл, его брокер, предложила ему разделить 50 тыс. долл. между пятью партнерствами с ограниченной ответственностью, работающими на рынке нефти и газа. Конкретно Мэри советует купить доли в двух "программах разработки" и трех "программах дохода", вложив в каждую программу по 10 тыс. долл. Она объяснила Фреду, что вложенные таким образом 50 тыс. долл. дадут ему прирост дохода на 20 тыс. долл. в год. Мэри также указала ему на то, что если цены на нефть и газ будут повышаться так, как предсказывают, то в ближайшие годы Фред будет получать еще больший денежный доход. Фред отвечает правилам соответствия, установленным для таких вложений комиссией по ценным бумагам шт. Калифорния. Будучи человеком достаточно консервативным, он старается найти доводы, которые подтверждали бы разумность рекомендаций его брокера.

Вопросы

1. Что вы думаете о рекомендациях, которые Мэри Белл дала Фреду? Действительно ли "программы разработки" связаны со слишком большим риском? Следует ли Фреду купить доли в пяти различных программах по нефти и газу или лучше вложить все 50 тыс. долл. в одну программу?
2. Как вы описали бы Фреду статус партнерств с ограниченной ответственностью? Что ему следует узнать о "полных" партнерах в этих программах?
3. Считаете ли вы, что в принципе имеет смысл вкладывать деньги в разработку и эксплуатацию месторождений нефти и газа? Почему да или почему нет?
4. Какие еще формы партнерств с ограниченной ответственностью вы посоветовали бы Фреду? Расскажите о том, как в них сочетаются факторы риска и доходности.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

"Annuities". *Consumer Reports,* January 1988, pp. 35—44.

Eisenberg, Richard. "Your Life as a Tax Shelter". *Money,* March 1987, pp. 153—165.

Friedman, Amy. "A New Deal for RELPs". *Financial Services Week,* April 24, 1989, pp. 25—28.

McCormally, Kevin. "Pigging Out on Tax Shelters". *Changing Times,* June 1989, pp. 45—52.

Ross, Brandon. "Annuities: A Special Supplement". *Changing Times,* March 1989.

Sachar, Laura. "Testing the Limits in Limited Partnerships". *Financial World,* July 12, 1988, pp. 30—33.

Scott, Maria Crawford. "Comparing Variable Annuities: New Fee Tables Ease the Way", *AAII Journal,* May 1989, pp. 13—15.

Topolnicki, Denise M. "How to Tell If an Immediate Annuity Makes Sense for You", *Money,* May 1989, pp. 183—184.

Trotsky, Judith. "Hooray for Hollywood?". *Changing Times,* November 1988, pp. 47—50.

Wiener, Leonard. "IRS Traps for the Unwary Home Seller". *U.S. News & World Report,* May 22, 1989, p. 79.

ЧАСТЬ V

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: взаимные фонды и недвижимость

Одной из проблем, с которой первоначально сталкиваются начинающие инвесторы, является недостаток средств для осуществления вложений, удовлетворяющих критериям риска и отдачи, а также способствующих достижению инвестиционных целей этих инвесторов. Они, разумеется, могут приобрести какой-либо единственный инвестиционный инструмент, но недостаточная степень диверсификации подвергает их риску в большей степени, чем им хотелось бы. Они могли просто разместить деньги в застрахованные на федеральном уровне сберегательные счета или депозитные сертификаты и отказаться от потенциально большей отдачи, предлагаемой другими инвестиционными инструментами. К счастью, есть взаимные фонды, инвестиционные возможности в сфере недвижимости и различные типы партнерств с ограниченной ответственностью, требующие меньших начальных денежных вливаний и в большей мере соответствующие потребностям инвесторов относительно риска и доходности. В то же время появляется необходимость в более специфичном и улучшенном аналитическом инструментарии, которым можно пользоваться для выбора направления вложений, не только наилучшим образом укладывающегося в бюджетные рамки инвестора, но и приводящего к достижению его личных инвестиционных целей. Перечисленные ниже программы могут послужить для их целей.

- *Ardvark Investment Planner* (CYMA/McGraw-Hill, 1400 E. Southern Avenue, Tempe, AZ 85282; (602) 831-2607; 495,00 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Программа анализирует вложения в недвижимость и партнерства с ограниченной ответственностью в условиях действующего налогового законодательства. Может быть приобретена как с обеими функциями, так и только с модулем анализа партнерств с ограниченной ответственностью. Модуль недвижимости оценивает имеющиеся и намечаемые вложения в этом направлении; вычисляет амортизацию, график уплаты долга, чистый операционный доход, налогооблагаемый доход, чистые поступления от продажи и нормы отдачи. Модуль партнерств с ограниченной ответственностью анализиру-

ет перспективы по данным рекламного проспекта и отслеживает результаты уже сделанных вложений в данном направлении, объединяя исторические данные с прогнозными. Осуществляется сценарный анализ финансовых потоков, вычисления чистой приведенной стоимости и норм отдачи.

- *Business Week Mutual Fund Scoreboard Diskettes* (Business Week Mutual Fund Scoreboard, P.O. Box 621, Elk Grove, IL 60009-0621; (800) 533-3575, (312) 250-9292; 149,95 долл. за одну из дискет (фонды акций или фонды инструментов с фиксированным доходом); 293,99 долл. за обе; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Встроенные функции сортировки для свыше 700 фондов акций и 500 фондов инструментов с фиксированным доходом. Программы, управляемые с помощью системы "меню", могут использоваться для поиска и ранжирования фондов, отвечающих определенным инвестиционным критериям. Данные о фондах, включающие название, сокращенное котировочное наименование (*ticker symbol*), размер комиссионных, цели, показатели деятельности, данные о портфеле, в том числе средневзвешенный срок до погашения, уровень риска и фактор "бета", обновляются ежеквартально.
- *Financial Pak* (Generic Computer Products, Inc., 190 Timber, Dept. #50-E, P.O. Box 790, Marquette, MI 49855-0790; (906) 249-9801; 149,95 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Это программное обеспечение предназначено для анализа взаимных фондов, вложений в акции, амортизации кредитов и рентных инвестиций. В разделе, посвященном взаимным фондам, даются рекомендации по покупке или продаже паев на основе анализа средних издержек. Модуль амортизации кредитов обрабатывает все типы ситуаций, связанных с заимствованием. Рентный раздел предоставляет информацию об инвестициях с разовой выплатой (*lump-sum*) и рентного типа и позволяет анализировать сберегательные планы с периодическими выплатами, взаимные фонды и индивидуальные пенсионные счета (*IRA*).
- *Fundgraf* (Parsons Software, 1230 W. 6th Street, Loveland, CO 80537; (303) 669-3744; 100 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Этот пакет предназначен для анализа фондовых инвестиций взаимных фондов. Дает возможность проводить графические и/или численные сопоставления любых акций или фондов в любом периоде продолжительностью до 260 недель. Обеспечивает доступ к данным *Warner Computer Systems Price Dividend (WCSPD)* за последние пять лет. Генерирует сигналы по поводу покупки/продажи, формируемые на основе зависимости показателя скользящего среднего (глубина расчета устанавливается пользователем) и текущей ценовой динамики. Пользователь может оценивать и выбирать периоды роста и падения цен для оптимизации торговой прибыли. Система состоит из восьми операционных программ: 1) *ADD-DATA*; 2) *GRAPHS*; 3) *SIGNALS*; 4) *RATING* (вычисляет рейтинг для каждого фонда в файле); 5) *MOVG-AVG* (вычисляет и выдает на печать сформированные на основе скользящих средних сигналы по поводу покупки/продажи); 6) *PRINTOUT* (создает листинг ценовой информации в файлах); 7) *SHIFTDAT* (позволяет пользователю перемещать данные из файла в файл); 8) *ADD-NAME* (добавляет, изменяет или уничтожает имена или группы имен из файлов).

- *The Mutual Fund Investor* (American River Software, 1523 Kingsford Drive, Carmichael, CA 95608; (916) 483-1600; 195 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Эта программа позволяет отслеживать результаты фондов примерно в еженедельном режиме. Она способна в любой момент получить доступ к информации о ценах паев, дивидендах и других выплатах фондов. Данные могут заноситься вручную, в электронной форме по модемной связи с оперативно обновляемой базой данных системы *CompuServe* или посредством обмена с другой программой. Данный пакет также можно использовать для графического сопоставления результатов фондов друг с другом и с индексом *Standard & Poor's 500*. Программа может применяться для изображения простых скользящих средних по ценам закрытия фондов и выполняет отдельные функции портфельного управления.
- *Real Estate Analysis Package* (Execuware Inc., 340 Westgate Center Circle, Winston-Salem, NC 27103; (919) 760-3576; 149,95 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними или *Apple* II серии). Выполняет анализ доходов от собственности, вычисляет отдачу после налогообложения, выделяет эффекты налоговой экономии, рассматривает инфляционные факторы, может быть использована для принятия решений о покупке, продаже или удержании в портфеле. Использует правило 78s, методы ускоренной амортизации (*ACRS*) и различные сценарии заимствования для формирования прогнозов вплоть до 30-летнего горизонта.
- *REMS Investor 2000* (REMS Software, 3860 159th Avenue NE, Suite 110, Redmond, WA 98052; (206) 883-7000; 395 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними или *Macintosh*). Выполняет анализ финансовых потоков до и после уплаты налогов на многолетнем горизонте по любому типу недвижимости улучшенного качества. Предлагает 11 типов кредитов, 12 методов амортизации и допускает переменные параметры. Программа вычисляет доходность инвестиций, отдачу на собственные средства (*ROE*), внутреннюю норму отдачи, норму отдачи финансового управления; имеет возможности анализа чувствительности результатов.

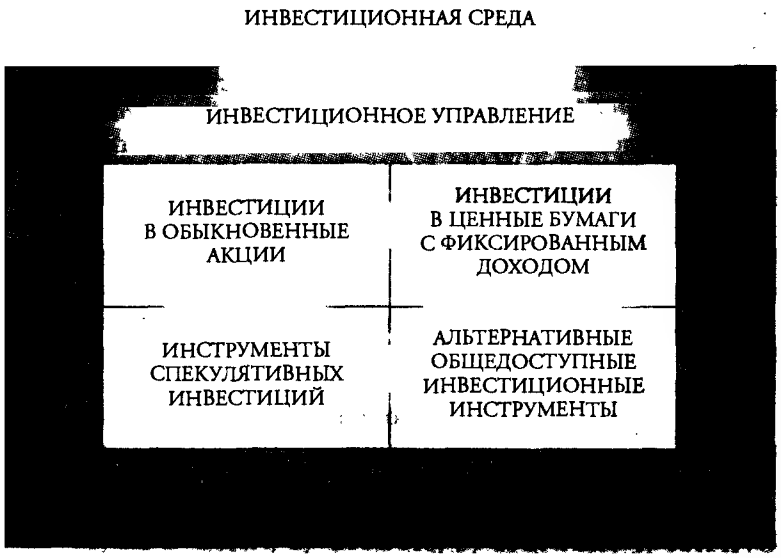
Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

ЧАСТЬ VI
ИНВЕСТИЦИОННОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Часть VI включает:

Глава 16. Управление портфелем

Глава 17. Мониторинг инвестиционного портфеля



Глава 16
Управление портфелем

Изучив эту главу, вы сможете:

- Понять цели портфельного управления, включая риск и диверсификацию, а также концепцию эффективного портфеля.
- Сравнить риск и доходность портфеля и отдельных ценных бумаг, сопоставить различные инструменты, претендующие на включение в ваш инвестиционный портфель.
- Описать два основных подхода к портфельному управлению — традиционный и современный.
- Объяснить соотношение между характеристиками и целями инвестора, а также целями, поставленными перед портфелем и портфельной политикой.
- Раскрыть мотивы и процедуры, приводящие к размещению активов по схеме, согласующейся с портфельными целями инвестора.
- Соотнести цели инвестора с характеристиками риска и отдачи для различных типов портфеля.

Для того чтобы комбинировать различные типы инвестиционных инструментов в соответствии с собственным отношением к риску и доходности, инвестору нужно понять идею управления портфелем. На входе у портфеля — характеристики риска и доходности отдельных инвестиционных инструментов, а на выходе — поведение показателей риска и доходности самого портфеля. Инвестиционные инструменты могут группироваться для создания портфеля, который характеризуется лучшей динамикой этих показателей по сравнению с отдельными ценными бумагами. Выбор инвестиционных инструментов для включения в портфель с целью достижения желаемых результатов производится с помощью определенных методов анализа. Основы знаний о построении портфеля, который обеспечивает оптимальное соотношение риска и доходности, достаточно объемны и базируются на строгой математической концепции. Здесь мы будем затрагивать только общие принципы и простые подходы, которые позволят инвестору развить понимание процессов управления портфелем. В этой главе представлены такие принципы, а также практические методы формирования и управления инвестиционным портфелем, кроме того, она включает анализ четырех типичных видов портфеля.

Портфель — *это набор инвестиционных инструментов для достижения общей цели.*

Портфель, ориентированный на рост, — *это портфель, который строится с расчетом на долгосрочное повышение стоимости входящих в него инструментов.*

ПРИНЦИПЫ ПОРТФЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Портфель, ориентированный на доход, — *это портфель, который составляется в расчете на текущие дивиденды и проценты.*

Хотя мы не определяли это ранее, должно быть ясно, что **портфель** представляет собой набор инвестиционных инструментов, собранных для достижения общей инвестиционной цели. Здесь необходимо прояснить несколько понятий, касающихся портфельных целей. **Портфель, ориентированный на рост**, в первую очередь строится с учетом долгосрочной тенденции повышения стоимости входящих в него активов. Для **портфеля, ориентированного на доход**, основное значение имеют текущие дивиденды и процентные платежи.

Портфельные цели

Первым шагом инвестора является определение целей формирования портфеля. Постановка таких целей затрагивает определенные соотношения риска и доходности, потенциального роста стоимости и текущего дохода и различных уровней риска портфеля. Факторы, влияющие на определение целей, включают склонность инвестора к риску, текущую потребность в доходах и условия их налогообложения. Однако главное заключается в том, чтобы портфельные цели были определены перед началом процесса инвестирования. Нужно усвоить две идеи, которые особенно важны для успешного управления портфелем, — это эффект диверсификации и концепция эффективного портфеля.

Риск и диверсификация

Диверсификация — *это использование нескольких различных инвестиционных инструментов с целью сокращения риска.*

Обычно портфель содержит два или более инвестиционных инструмента и составляется с целью **диверсификации**, что означает использование различных по свойствам инвестиционных инструментов для сокращения риска потерь. Портфель диверсифицируется до тех пор, пока не достигнуты цели инвестора с точки зрения доходности.

Диверсифицируемый риск — *это уникальный риск отдельного инвестиционного инструмента, от которого можно избавиться с помощью диверсификации.*

Недиверсифицируемый риск — *это риск, свойственный всем инвестиционным инструментам и поэтому он не может быть устранен через диверсификацию.*

Типы риска. Портфель может использоваться как средство сокращения риска, поскольку каждый инвестиционный инструмент содержит два основных типа риска (см. гл. 5, где подробно обсуждены проблемы рисков). Когда инструмент включен в портфель, инвестор принимает на себя оба типа риска: диверсифицируемый (или несистематический) и недиверсифицируемый (или систематический). **Диверсифицируемый риск** — это уникальный деловой и финансовый риск, свойственный конкретному инвестиционному инструменту. **Недиверсифицируемый риск** несет в себе каждый инвестиционный инструмент. Например, риск того, что в результате общих рыночных тенденций доходность некоторого актива может измениться, является недиверсифицируемым. Отметим, что с помощью портфельного управления может быть сокращен только *диверсифицируемый* риск.

Результаты многих исследований, посвященных рискам в приложении к проблеме инвестирования, показывают, что в общем случае *инвестор получает более высокую норму прибыли, совершая более рискованные вложения.* Иными словами, *чтобы получить более высокие доходы, необходимо принимать на себя больший риск.* Однако если говорить более строго, результаты исследований демонстрируют положительную связь только между доходностью и недиверсифицируемым риском. Высокий уровень диверсифицируемого риска не ведет к соответствующему повышению доходности. Поскольку не возникает вознаграждения или компенсации диверсифицируемого риска, инвестор должен стремиться минимизировать его долю в общем риске портфеля. Это может быть достигнуто, если портфель диверсифицирован так, чтобы остался только недиверсифицируемый риск.

Диверсификация риска. Диверсификация минимизирует несистематический риск из-за процедуры балансировки, которая, как правило, нацелена на замещение невысокой доходности одного финансового инструмента высокой доходностью другого. Минимизация диверсифицируемого риска через тщательный отбор инвестиционных инструментов требует того, чтобы они относились к широкому спектру отраслей хозяйства. Хорошо составленный инвестиционный портфель обязательно содержит инструменты, относящиеся, по меньшей мере, к двум независимым сферам экономической деятельности. Например, если в портфеле представлены ценные бумаги предприятий "Форд", "Дженерал моторс" и "Крайслер", то, очевидно, его нельзя назвать хорошо диверсифицированным, поскольку эти три компании характеризуются сходными деловыми и финансовыми рисками. Напротив, если включить в портфель бумаги *IBM*, "Дженерал моторс" и "Дженерал милс", то его можно назвать диверсифицированным. (Циклические колебания в автомобильной индустрии, вероятно, не будут сильно воздействовать на успехи *IBM* или "Дженерал милс".) Если одна из этих трех компаний потерпит неудачу, то две другие могут быть на подъеме.

Считая, что диверсификация необходима для снижения риска, ответим на вопрос: сколько инвестиционных инструментов следует включать в портфель для достижения ее требуемого уровня? Рисунок 16.1 отражает зависимость уровней двух типов риска от количества ценных бумаг в портфеле. Рисунок показывает, что уровень недиверсифицируемого риска портфеля остается постоянным независимо от того, сколько инструментов в нем содержится. Напротив, диверсифицируемый риск существенно снижается по мере роста числа видов ценных бумаг в портфеле. Если это число находит-

Совокупный риск — *это сумма диверсифицируемого и недиверсифицируемого компонентов риска инвестиционного инструмента.*

Действительный риск — *это риск, не поддающийся диверсификации.*

ся между 8 и 20, то диверсифицируемый риск может быть в значительной степени снижен. Однако если число ценных бумаг в портфеле превосходит 20, то дальнейшего существенного уменьшения риска уже не происходит. На рис. 16.1 также изображен **совокупный риск**, который является суммой недиверсифицируемого и диверсифицируемого компонентов. Поскольку инвестор может снижать совокупный риск только за счет диверсифицируемого, то значение имеет **исключительно** недиверсифицируемый риск.

При выборе оптимального числа инструментов для включения в портфель должны быть рассмотрены два фактора. Во-первых, это число должно располагаться между 8 и 20, что необходимо для существенного снижения диверсифицируемого риска. Во-вторых, если предполагается дальнейшая диверсификация, в рассмотрение должны быть включены издержки на совершение сделок. Необходимо соотнести такие издержки для портфеля, состоящего из 25—30 ценных бумаг, с выгодами, возникающими вследствие сокращения риска.

Эффективный портфель

Эффективный портфель — *это портфель, который обеспечивает наивысшую доходность для заданного уровня риска или имеет наименьший риск при заданном уровне доходности.*

Основная задача инвестора — создание **эффективного портфеля**, который обеспечивает наивысшую отдачу для данного уровня риска или наименьший риск для заданного уровня отдачи. Хотя создать такой портфель может быть сложно, инвестор должен, по крайней мере, искать различные инвестиционные возможности, чтобы получить лучшую комбинацию риска и доходности. Таким образом, когда имеется выбор между двумя активами с одинаковой степенью риска, но с различным уровнем доходности, инвестору следует выбирать инструмент с более высокой доходностью. При одинаковых уровнях доходности и различных уровнях риска для двух инвестиционных инструментов *не склонный к риску инвестор* предпочтет инструмент с более низким риском. Процесс создания эффективного портфеля заключается в выборе наилучшего возможного портфеля при заданной склонности к риску и имеющемся наборе альтернативных инвестиционных инструментов.

Риск и доходность: портфель или отдельные ценные бумаги

После проведенного выше обсуждения стало ясно, что доходность и риск какого-либо актива зависят от того, рассматриваем ли мы его в составе портфеля или отдельно. Портфельные инвестиции в ценные бумаги ведут к диверсификации риска таким образом, что, чем больше различие в динамике отдач двух ценных бумаг, тем большего сокращения риска можно достичь с помощью диверсификации. Для иллюстрации предположим, что два очень различных по своей рыночной динамике актива *A* и *B* с равными ценами и индивидуальными уровнями риска, допустим, в 5 и 10 соответственно объединяются в портфель *AB*. В итоге риск в этой комбинации может быть меньше 5, а при наилучших условиях и вовсе сведен к нулю. Очевидно, что благодаря диверсификации риск отдельных ценных бумаг всегда больше, чем у их комбинации в портфеле, и это тот самый случай, когда 2 + 2 оказывается меньше 4. Таким образом, риск ценных бумаг всегда меньше, когда они рассматриваются в контексте портфеля, а не в отдельности. Фактически, если

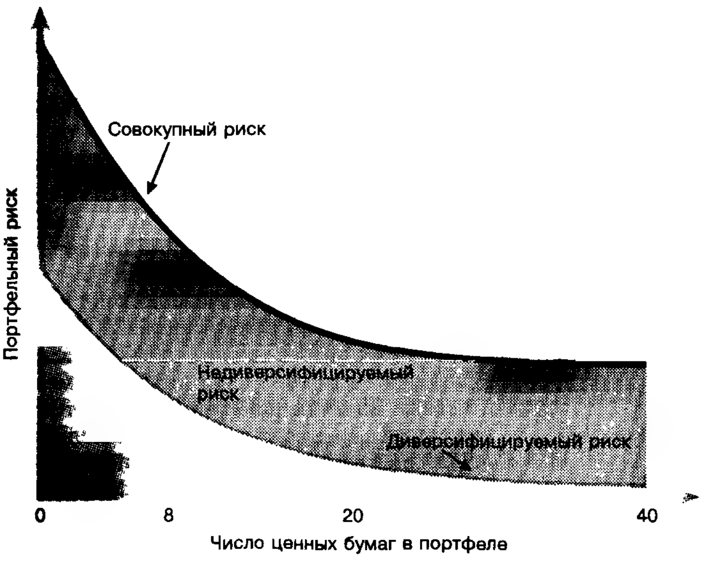


РИС. 16.1. Процесс диверсификации риска

При включении в портфель от 8 до 20 ценных бумаг диверсифицируемый риск может быть практически сведен к нулю, так что совокупный, или реальный, риск портфеля будет представлен только неустранимым риском. Диверсифицируемый риск может быть устранен, даже если эти 8—20 активов выбраны случайным образом.

доходность двух активов меняется в равной степени, но в прямо противоположных направлениях, то доходность портфеля, образованного их комбинацией, должна быть стабильной. Как было отмечено в гл. 5, при рассмотрении фактора "бета" каждая ценная бумага имеет свой уникальный риск; хотя вклад рассматриваемой ценной бумаги в общий риск портфеля зависит от ее сочетания с другими ценными бумагами, он *никогда не будет больше*, чем риск этой бумаги, взятой в отдельности.

Рассмотрим другую сторону вопроса: как воздействует на доходность ценной бумаги то, что мы рассматриваем ее в качестве составляющей портфеля, а не отдельно? Интересно, что, хотя риск сокращается посредством диверсификации, этот процесс не воздействует на доходность. Иными словами, доход, приносимый данной ценной бумагой, не зависит от того, держим ли мы ее в портфеле или отдельно. Предположим, что доходность активов *А* и *В* составляет 8 и 12% соответственно. Если портфель *АВ* содержит их в равной пропорции, то доходность портфеля составит 10% (0,5 × × 8% + 0,5 × 12%). Из этого простого уравнения можно видеть, что доходность ценной бумаги функционально независима от того, будут ли ею владеть отдельно или в составе портфеля. Таким образом, доходность портфеля в целом есть просто средневзвешенная величина отдач входящих в него ценных бумаг. Наконец, поскольку риск актива в портфеле ниже, чем его индивидуальный риск, тогда как доходность неизменна, очевидно, что риск может сокращаться с помощью диверсификации портфеля *без всякого ущерба для доходности данного актива*. По этой причине инвестору следует диверсифицировать свой портфель в соответствии с его возможностями. Диверсификация не должна ограничиваться только инвестиционными инструментами отечественного рынка. Международные инвестиции также могут

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Случай глобальной диверсификации

Американцы, восхищающиеся стремительным ростом оборота на рынке ценных бумаг, вероятно, будут удивлены, узнав, что США в течение последних пяти лет на самом деле являются одним из худших мест для иностранных инвестиций. Индекс Моргана Стенли показывает, что американский рынок ценных бумаг вырос примерно на 280% с середины 1982 г. И хотя это не причина для недовольства, но почти на каждой крупной бирже за пределами США комбинация низких процентных ставок, благоприятствующей бизнесу политики государства и снижения курса доллара позволяет акциям подняться намного выше: около 500% в Швеции, более 700% в Японии и примерно 900% в Мексике. Все это — выигрыш для американских инвесторов. Если вы покупаете зарубежные акции на доллары и валюта той страны растет по отношению к доллару, то при продаже вы получаете дополнительный бонус.

До последнего времени американцы, как правило, не рисковали инвестировать в зарубежные акции, но большие прибыли за границей привлекли их внимание. За 1987 г., согласно информации Казначейства США, американские инвесторы купили иностранных акций на рекордную сумму — 51,7 млн. долл., что более чем в два раза превышает показатель за прошлый год и в 30 раз — за 1975 г. Значительная часть этого подъема была инициирована пенсионными фондами. Объемы принадлежащих им иностранных акций увеличились от 3,3 млн. долл. (оценка за 1980 г.) до 45 млн. долл. в конце 1989 г.

Однако не торопитесь закладывать свой дом. При том, что многие рынки сейчас достигли очень высоких отметок и ставки процента во многих странах растут, немногие инвестиционные эксперты ожидают больших прибылей в следующем году. Как сказал Гилберт де Боттон, председатель "Глобал эссет менеджмент", лондонской штаб-квартиры группы взаимных фондов: "Нет ничего длиннее рассвета прекрасного дня. Но сейчас уже полдень".

Однако, как говорят де Боттон и другие финансовые менеджеры, американцам имеет смысл покупать иностранные акции по трем причинам:

- они получат доступ к более значительному числу ценных бумаг;
- они снизят риск через диверсификацию;
- они будут пользоваться плодами быстрого роста других экономик.

быть по многим причинам весьма привлекательными, как это отмечается во вставке "Проницательному инвестору".

Сформированный инвестиционный портфель

Стержнем обсуждения в данной главе являются проблемы управления портфелем ценных бумаг, т.е. инвестиций в акции и долговые обязательства. Однако по-настоящему диверсифицированный портфель должен включать и иные инструменты, такие, как опционы, товарные и финансовые фьючерсы, материальные ценности, недвижимость, аннуитеты или вложения в партнерства с ограниченной ответственностью. Таблица 16.1 представляет баланс семейной пары Гроганов, имеющей двух детей. Мистеру Майку Грогану 34 года, он вице-президент небольшой компании, расположенной в одном из сельскохозяйственных районов шт. Мичиган, его заработок составляет 40 000 долл. в год; его жене Дебби 30 лет. Глядя на их семейный баланс, можно заметить, что его ак-

Эти выгоды подтверждаются исследованием, проведенным для журнала "Форчун" коннектикутской фирмой "Интерсек ресерч", которая консультирует пенсионные фонды по вопросам зарубежных инвестиций. Во-первых, включение в портфель иностранных акций увеличивает его доходность; во-вторых, за счет этого также до определенного предела сокращается риск, измененный через размахи колебаний курсов. Однако для того чтобы сформировать портфель с минимально возможным риском, необходимо включить в него 60% американских акций и 40% иностранных...

Если вы просто "играете" в зарубежные инвестиции, то простейший путь для вас — акции взаимных фондов, вкладывающих средства в иностранные ценные бумаги. Если вы хотите заниматься этим самостоятельно, то надежная инвестиционная стратегия предполагает диверсификацию, по крайней мере, в акции десяти фирм. Однако это не дешевое удовольствие: большинство американских брокеров не проводят сделки с иностранными ценными бумагами на сумму менее 10 000 долл. Более того, проводить сделки, получать акции и следить за ежедневными изменениями курсов будет значительно труднее, чем в случае с американскими акциями.

По этим причинам даже профессиональные инвесторы предпочитают пользоваться американскими депозитарными расписками *(ADR)*. Операции с *ADR* не имеют ограничений на минимальный объем сделки, они выпускаются американскими банками, за ними стоят реальные ценные бумаги, которые хранятся в банке-эмитенте. *ADR* более 700 компаний из 15 стран продаются и покупаются на всех крупных биржах США и на внебиржевом рынке. Все основные брокерские фирмы обслуживают сделки с наиболее крупными выпусками *ADR*.

Когда приходит время выбора акций, многие профессионалы используют примитивный подход, пытаясь выделить компании, обладающие определенными достоинствами, например принципиально новой продукцией. Однако на многих зарубежных фондовых рынках, где общедоступная информация не столь широка, как в США, а операции инсайдеров более распространены, индивидуальные американские инвесторы, скорее всего, будут последними узнавать обо всем. Подход по принципу "сверху вниз", связанный с попыткой выделить наиболее перспективные национальные экономики, может оказаться более плодотворным. Для тех, кто использует эту стратегию, некоторые инвестиционные консультанты рекомендуют вкладывать в ценные бумаги банков и компаний сферы коммунальных услуг, которые обычно процветают при общем экономическом подъеме.

Источник: John Mendes, "Are You Ready to Go Global?", *Fortune/1988 Investor's Guide*, pp. 71—78.

тивная часть состоит из денежных средств, депозитных счетов денежного рынка, облигаций, акций и земельного контракта (суммы, которую им должны за недавно проданную недвижимость), стоимости их дома, инвестиций в объекты недвижимости, денежной стоимости полиса страхования жизни. В этот список не вошли такие вещи, как автомобили и домашняя обстановка, которые обычно не рассматриваются как инвестиционные активы. (Если бы Гроганы обладали коллекцией старинных автомобилей или антикварной мебели, то эти статьи были бы включены в баланс.)

Портфель активов Гроганов можно считать диверсифицированным. Полис страхования жизни Майка (100 000 долл.) предоставляет семье защиту. Дети в этой семье еще малы, и этот уровень страховой защиты необходим для обеспечения их будущих нужд. Гроганы предусмотрительно разместили свои средства на депозитных счетах денежного рынка, что дает им источник средств в случае необходимости или при появлении привлекательных инве-

стиционных возможностей. Полис страхования жизни и депозитные счета денежного рынка составляют основу финансовой безопасности и ликвидности для семьи. Гроганы имеют два актива, приносящих фиксированный доход, — это две освобожденные от налогообложения муниципальные облигации стоимостью 5000 долл. каждая и земельный контракт стоимостью 25 000 долл. Муниципальные облигации были выпущены школьным округом "Манджер юнифайд", они приносят Гроганам освобожденную от налогов прибыль с низким риском. Таким образом, эта часть их инвестиционной программы обеспечивает постоянный источник надежного дохода.

Гроганы владеют собственным домом, хотя они и должны еще выплатить за него в течение следующих 24 лет 70 000 долл. по закладной. В число инвестиций семьи входят портфель акций стоимостью 40 000 долл. и вложения в недвижимость в размере 46 000 долл. Последние были сделаны на условиях ипотечного кредита в размере 30 000 долл., т.е. собственный капитал Гроганов в этом имуществе составляет 16 000 долл. Портфель акций обеспечивает Гроганам потенциал прироста капитала и представляет собой относительно ликвидный актив. Инвестиционные вложения в недвижимость — двухэтажный особняк — были сделаны из-за долгосрочного потенциала роста его стоимости и в качестве источника защиты дохода от налогообложения (поскольку семья активно управляет своей собственностью). Портфель Гроганов представляется эффективным. Во-первых, страхование жизни и счета денежного рынка дают базовый уровень финансовой надежности; во-вторых, остальные активы — диверсифицированный пакет акций, ценные бумаги с фиксированным доходом и недвижимость — обеспечивают инвестиционный доход и потенциал для увеличения стоимости капитала.

ТРАДИЦИОННЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ И СОВРЕМЕННАЯ ПОРТФЕЛЬНАЯ ТЕОРИЯ

В этом параграфе будут сравниваться и противопоставляться два подхода, применяемые сегодня в управлении портфелем. Традиционный подход основан на методах финансового управления, которые использовались со времени зарождения общедоступных рынков ценных бумаг. Современная портфельная теория (СПТ) — более позднее открытие. Теоретический инструментарий, лежащий в ее основе, сформировался только за последние 20 лет, и его популярность и влияние продолжают расти. Некоторые аспекты современной портфельной теории неявно используются практиками традиционного подхода, однако имеются существенные различия между этими концепциями.

Традиционный подход

Традиционный подход к управлению портфелем — *это обеспечение сбалансированности путем включения в портфель акций и долговых обязательств различных предприятий и отраслей.*

Традиционное портфельное управление основано на идее сбалансированного портфеля. Следуя этой концепции, управляющие включают в портфель самые разнообразные финансовые инструменты. Особенно подчеркивается важность межотраслевой диверсификации — необходимости включения в портфель ценных бумаг компаний, представляющих широкий спектр отраслей американской экономики. Большинство профессиональных портфельных менеджеров при выборе финансовых инструментов для традиционного портфеля используют технику анализа ценных бумаг, обсу-

Портфель
"Пруденшиал бейч флекси фанд"
со спекулятивной стратегией инвестиций

Портфель инвестиций
на 31 июля 1988 г.

Количество акций	Эмитенты	Стоимость, долл.
	АКЦИИ — 43,0%	
	Аэрокосмическая и авиационная промышленность — 0,2%	
8 900	Avantek, Inc.*	52 267
3 100	UNC Inc.	30 612
3 000	Wyman-Gordon Co.	46 000
		130 899
	Авиакомпании — 0,6%	
500	Alaska Air Group, Inc.	9 063
3 000	Delta Air Lines, Inc.	151 500
1 000	N.W.A., Inc.	46 875
3 000	USAir Group, Inc.	111 375
		316 013
	Алюминиевая промышленность — 0,8%	
7 000	Alcan Aluminum Ltd.	215 250
5 000	Aluminum Company of America	264 375
		479 625
	Производство одежды — 0,2%	
3 000	Angelica Corp.	76 500
1 600	Oshkosh B' Gosh, Inc.	32 800
		109 300
	Автомобилестроения — 1%	
11 000	Echlin, Inc.	189 750
1 000	Federal-Mogul Corp.	42 750
500	General Motors Corp.	40 125
10 400	Ryder System Inc.	275 600
		548 225
	Химическая промышленность — 4%	
5 600	American Cyanamid Co.	292 175
200	Ausimont Compo, N.V.	7 175
2 000	Bamberger Polymers, Inc.*	25 000
7 300	Betz Laboratories, Inc.	361 350
6 000	Du Pont (E.I.) De Nemours & Co.	521 250
16 750	Learonal, Inc.	272 168
200	Loctite Corp.	6 450
1 000	Morton Thiokol Inc.	40 500
16 000	Nalco Chemical Co.	592 000
100	Oakite Products, Inc.	4 125
2 300	Petrolite Corp.	57 500
400	Quaker Chemical Corp.	8 400
1 000	Witco Corp.	36 000
		2 224 113
	Торговые услуги — 0,4%	
2 000	Nahsua Corp.	73 750
4 000	United Stationers, Inc.	84 000
4 000	Wackenhut Corp.	86 000
		243 750
	Вычислительная техника и оборудование — 2,5%	
3 000	AM International Inc.*	17 625
2 000	American Management Systems, Inc.*	29 500
300	Automatic Data Processing, Inc.	11 613
7 000	Convex Computer Corp.*	52 500
400	Duquesne Systems, Inc.*	7 100
2 000	Honeywell Inc.	126 250
7 000	International Business Machines Corp.	680 250
2 000	National Data Corp.	49 750
7 600	Seagate Technology*	84 550
5 000	Tellabs, Inc.*	73 750
13 000	Wicat Systems, Inc.*	32 500
		1 367 566
	Производство потребительских товаров — 0,8%	
500	Engraph, Inc.	6 500
4 000	Gibson Greetings, Inc.	72 000
500	Helene Curtis Industries, Inc.	19 000
6 700	International Flavors & Fragrances, Inc.	339 186
		436 686
	Транспортное оборудование — 0,2%	
2 000	Ball Corp.	59 000
2 600	Van Dorn Co.	46 150
		105 150
	Дистрибьюторские сети (оптовая торговля) — 0,2%	
4 000	Ametek, Inc.	59 000
2 625	Varlen Corp.	59 719
		117 719
	Лекарственные препараты и здравоохранение — 2,8%	
2 300	Becton, Dickinson & Co.	116 150
4 500	Durr-Fillauet Medical, Inc.	65 250
3 000	Johnson & Johnson	240 000
4 000	Lilly (Eli) & Co.	335 000
2 500	Medtronic, Inc.	199 375
1 000	Schering-Plough Corp.	52 675
7 000	Squibb Corp.	462 675
		1 471 525
	Электроника и электрооборудования — 4,4%	
6 500	AMP Inc.	301 438
5 500	Analog Devices, Inc.*	77 667
500	Baldor Electric Co.	12 937
1 600	CTS Corp.	41 600
4 000	Cubic Corp.	60 000
9 000	Emerson Electric Co.	274 500
1 700	Esterline Corp.*	26 350
4 100	Hewlett-Packard Co.	207 050
1 100	Insilco Corp.	21 862
5 500	Instron Corp.	70 125
200	Stocker & Yale Inc.	1 600
7 000	Tandy Corp.	305 375
3 000	Texas Instruments Inc.	130 500
6 000	Thomas & Betts Corp.	333 750
17 300	Varian Associates, Inc.	499 537
1 000	Veeco Instruments, Inc.	16 750
4 000	Zero Corp.	65 500
		2 448 761
	Энергетика — 0,6%	
2 000	Chevron Corp.	97 000
1 500	Dresser Industrias, Inc.	45 750
4 000	Questar Corp.	126 500
1 000	Texaco Inc.	47 500
500	Unocal Corp.	18 000
		334 750
	Финансовые услуги — 0,5%	
1 000	Crestar Financial Corp.	24 250
2 000	Dominion Bankshares Corp.	36 000
500	First Tennessee National Corp.	12 500
3 000	First Virginia Banks, Inc.	76 875
1 000	Marshall & Ilsley Corp.	28 750
1 000	Mercantile Bankshares Corp.	37 750
1 000	Rapublic New York Corp.	44 875
		261 000
	Производство продуктов питания и напитков — 3,6%	
6 000	Archer-Daniels-Midland Co.	164 000
1 500	Coca-Cola Bottling Co. Consolidated	49 125
5 000	Coca-Cola Enterprises, Inc.	70 000
1 000	Collins Foods Int'l., Inc.	14 375
4 300	Fleming Cos., Inc.	134 913
2 000	International Multifoods Corp.	65 000
2 000	Jerrico, Inc.	29 500
6 000	McCormick & Co., Inc.	149 250
2 000	Philip Morris Cos., Inc.	183 750
9 900	Pioneer Hi-Bred Int'l., Inc.	341 550
2 200	Rykoff-Sexton Inc.	62 150
15 000	Seagram Co. Ltd.	840 000
		2 103 613
	Газопроводы — 1%	
3 600	Mitchell Energy & Dev. Corp.	36 450
6 100	Texas Eastern Corp.	158 600
12 000	Transco Energy Co.	362 500
		577 550
	Производство стекла — 0,7%	
4 500	Corning Glass Works	262 687
3 000	PPG Industries, Inc.	134 625
		397 312
	Гостиницы — 0,3%	
4 000	Hilton Hotels Corp.	191 000
	Страхование — 0,3%	
45	Berkshire Hathaway Inc.*	195 750
	Отдых и туризм — 0,2%	
2 000	Anthony Industries, Inc.	33 250
700	Harman International Industries, Inc.	11 462
1 400	Hasbro, Inc.	22 925
9 000	View-Master Ideal Group, Inc.*	39 375
		107 012
	Машиностроение — 1,8%	
2 900	Acme-Cleveland Corp.	31 175
6 600	Combustion Engineering, Inc.	283 600
2 300	Cooper Industries, Inc.	128 225
13 300	Cross & Trecker Corp.*	226 100
2 500	Gorman-Rupp Co.	59 375
3 900	Goulds Pumps, Inc.	86 775
2 300	Kaystone International, Inc.	49 450
3 000	United Technologies Corp.	112 875
1 600	Vermont American Corp.	40 500
		1 018 275
	Средства массовой информации — 1,5%	
2 000	Dun & Bradstreet Corp.	100 250
11 600	Meredith Corp.	358 150
4 000	Time, Inc.	398 000
		858 400
	Горно-рудная промышленность — 0,8%	
13 000	Amax, Inc.	300 625
4 000	Pittston Co.*	84 500
		365 125
	Другие отрасли промышленного производства — 2,6%	
7 300	Cabot Corp.	265 537
2 500	CBI Industries Inc.	74 375
1 000	Chicago Pacific Corp.	47 125
1 000	Core Industries, Inc.	14 500
4 000	Essef Industries Inc.*	54 000
300	General Signal Corp.	15 937
2 000	Grainger (W.W.) Inc.	119 750
3 000	Hughes Supply, Inc.	52 125
7 000	Johnson Controls, Inc.	246 750
11 125	Kuhlman Corp.	134 891

Количество акций	Эмитенты	Стоимость, долл.
1 000	Lancaster Colony Corp.	16 000
1 500	Mine Safet Applicances Co.	61 125
2 300	Modem Controls, Inc.	23 575
4 400	Sudbury Inc.*	35 200
1 000	Pittway Corp.	97 000
2 000	Rockaway Corp.	19 750
1 700	Standard Products Co.	52 062
1 000	Thomas Industries, Inc.	22 250
7 000	Waste Management, Inc.	251 125
		1 605 077
	Другие отрасли производства потребнтельскнх товаров. Стабильный рост — 0,1%	
2 000	National Presto Industries, Inc.	58 500
	Производство красителей — 0,1%	
550	Desoto Inc.	19 525
	Деревообработка и производство бумаги — 2,5%	
6 000	Boise Cascade Corp.	263 250
6 600	Champion International Corp.	304 700
200	Fibreboard Corp.	2 100
7 000	International Paper Co.	315 875
3 000	Louisiana Pacific Corp.	101 625
1 200	Potlatch Corp.	36 250
10 900	Union Camp Corp.	377 413
		1 403 213
	Добыча и переработка нафти — 2,2%	
3 600	Baker Hughes Inc.	54 160
2 500	Cameron Iron Works, Inc.	35 312
7 000	Daniel industries, Inc.	58 000
3 000	Halliburton Co.	67 000
3 000	Helmerich & Payne, Inc.	62 625
4 000	Louisiana Land & Exploretion Co.	127 500
1 300	Mapco Inc.	73 612
2 000	Murphy Oil Corp.	64 750
1 000	Noble Affiliates, Inc.	11 665
6 000	Pacific Resources, Inc.	67 750
3 800	Schlumberger Ltd	131 575
7 000	Sun Co., Inc.	412 125
		1 204 114
	Розничная торговля — 1,2%	
2 000	Ames Dapartment Stores, Inc.	33 500
3 400	Best Products Co. Inc.*	46 750
800	Grest Atlantic & Pacific Tea Co., Inc.	32 200
15 000	Lowe's Companies, Inc.	326 250
400	Patrie Stores Corp.	7 100
5 500	Toys 'R' Us, Inc.*	206 313
		654 113
	Металлургия — 0,3%	
5 000	Amcast Industrial Corp.	89 375
2 000	Chaparrat Steel Corp.*	26 000
1 700	Copparweld Corp.*	26 350
2 000	Worthington Industries, Inc.	47 750
		171 475
	Телекоммуникации — 0,5%	
1 800	Cincinnatti Beit, Inc.	51 200
5 900	Communications Satellite Corp.	164 462
4 500	ITT Corp.	228 937
		444 599
	Производство тканей — 0,1%	
2 200	Culp, Inc.	17 050
	Транспорт — 0,7%	
5 000	Brenco, Inc.	36 750
2 500	Burlington Northern Inc.	167 613
1 000	CSX Corp.	26 750
2 900	Consolidated Rail Corp.	95 338
4 600	RLC Corp.	50 400
		379 051
	Коммунальные службы — 2,8%	
9 000	American Electric Power Inc.	257 625
3 900	Baltimore Gas & Electric Co.	125 288
4 000	Cincinnati Gas & Electnc Co.	106 500
5 000	Kansas Power & Light Co.	120 000
11 000	Northern States Power Co.	345 125
9 800	Southern California Edison Co.	311 150
10 000	Southern Co.	227 500
3 000	Southwestern Energy Co.	56 250
		1 549 436
	Всего акций (издержки 23 669 989)	23 916 096
	ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА — 33,7%	
Номинальная стоимость (000)	**Ценные бумаги правительства и правительственных агентств — 18,5%**	
	Казначейские облигации	
500	8,675%, 8/15/93	500 000
500	8,675%, 11/15/97	491 250
2 000	9,00%, 5/15/96	1 985 000
3 500	9,125%, 5/15/18	3 465 000
		6 441 250
	Государственная ассоциация жилищного кредитования	
494	9,50%, 8/15/17	476 913
1 099	9,50%, 9/15/17	1 062 112
1 832	9,50%, 10/15/17	1 766 647
565	9,50%, 11/15/17	545 048
		3 652 720
	Всего ценных бумаг правительства и правительственных агентств (издаржки) 10 339 123 долл.	10 293 970
	Облигации корпораций — 15,2%	
500	Allied Signal Inc. 9,875%, 6/1/02	496 940
1 000	Austria Rep., 9,125%, 4/25/99	966 410
1 000	B.P. North America, Inc., 9,50%, 1/1/98	969 600
1 000	British Gas Finance Co., 8,75%, 3/15/98	948 410
500	Eestman Kodak Co., 9,375%, 3/15/03	475 430
500	General Telephone Co. Southweat, 6,375%, 5/1/07	424 965
1 000	New Zealand Government 6,75%, 4/1/16	876 520
1 000	Occidental Petroleum Corp., 11,75%, 3/15/11	1 036 230
500	Ohio Edison Co., 9,50%, 5/15/08	433 580
500	Pacific Gas & Electric Co., 7,75%, 6/1/05	410 765
500	San Diego Gas & Electric Co., 7,00%, 12/1/96	398 345
1000	Societe-Generale, 9,675%, 7/15/03	994 240
	Всего облигаций корпораций	6 451 455
	Всего долговых обязательств	16 745 425
	ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА — 24,1%	
	Коммерческие векселя — 18%	
	Barclays American Corp.,	
500	7,85%, 9/19/88	494 658
270	6,76%, 9/26/88	267 350
500	Bear, Steams & Co., 7,80%, 8/29/88	496 967
500	Beneficial Corp., 7,45%, 8/12/88	498 862
500	CrediThrift Financial Corp., 7,65%, 8/18/86	498 194
500	Detroit Edison Co., 7,65%, 8/29/86	498 947
500	General Electric Credit Corp. 7,65%, 9/6/86	498 075
500	ITT Credit Corp., 7,80%, 8/30/86	498 656
500	John Deere Credit Corp., 7,55%, 8/22/86	497 796
500	Loral Corp., 7,90%, 8/19/86	498 025
500	Merrill Lynch & Co., 7,80%, 8/29/66	496 967
500	Pacific Enterpriees Corp., 7,875%, 12/8/88	485 935
500	Penny (J.C.) Financiat Corp., 7,35%, 8/8/88	499 265
500	Rite Aid Corp., 7,80%, 9/9/88	495 775
500	Balomon Brothers Inc., 7,80%, 8/24/86	497 508
500	Saars Roebuck Acceptance Corp., 7,75%, 8/24/88	497 524
300	Tokai Bank, Ltd., 7,25%, 10/19/86	295 227
400	Trans-American Corp., 7,40%, 9/12/88	398 457
500	U.S. Leasing Corp., 7,70%, 8/10/88	499 038
	Всего коммерческих векселей	6 905 540
	Соглашения об обратном выкупе — 8,1%	
4538	*Discount Credit Corp.*, 7,55% от 29.07.68 до 01.06.68 на сумму 4 540 855 долл. (издаржки 4 538 000 долл., обеспечено залогом в виде казначейских 9,695%-х нот на сумму 4 450 000 долл. со сроком погашения 15.11.90 стоимостью 4 638 807 долл.)	4 538 000
	Всего инструментов денежного рынка	13 443 540
	Всего инвестиций (100,6%) (издержки) 55 080 047 долл.	
	Обязательства превышают активы (на 0,8%)	(434 232)
	Нетто-активы (100%)	55 670 831

РИС. 16.2. Портфель "Пруденшиал бейч флекси фанд" со стратегией спекулятивных инвестиций на 31 июля 1988 г.

Этот фонд использует традиционный подход к управлению портфелем. Рыночная стоимость портфеля складывается из: акций — около 24 млн. долл. (190 фирм из 35 отраслей промышленности), государственных и корпоративных обязательств — на 19 млн. долл. и, наконец, 13 млн. долл. в виде различных инструментов денежного рынка, представленных коммерческими векселями и соглашениями об обратном выкупе. (*Источник:* Annual Report, Prudential-Bache FlexiFund, July 31, 1988.)

чествах. В-третьих, гораздо легче убедить клиентов вкладывать деньги в известные фирмы. "Украшение витрины" — это клише воротил с Уолл-стрита относится к практике многих инвестиционных менеджеров, насыщающих портфель акциями широкоизвестных фирм для упрощения продажи своих управленческих услуг клиентам.

Современная портфельная теория

Современная портфельная теория — *это подход к формированию портфельной стратегии с использованием различных статистических методов.*

Дисперсия — *это статистическая мера, используемая для оценки размаха колебаний; рассчитывается как квадрат стандартного отклонения.*

Корреляция — *это мера, предназначенная для оценки статистической зависимости между двумя временными рядами, например доходности некоторого актива и средней рыночной доходности.*

Положительная корреляция — *это взаимосвязь двух рядов показателей, изменяющихся в одинаковом направлении.*

Отрицательная корреляция — *это взаимосвязь двух рядов показателей, изменяющихся в противоположном направлении.*

Коэффициент корреляции — *это статистическая мера степени корреляции между двумя рядами показателей. Изменяется от –1 в случае полной отрицательной корреляции до +1 в случае полной положительной корреляции.*

В 50-х годах Гарри Марковиц впервые сформулировал идеи, составившие основу современной портфельной теории, и с тех пор многие другие исследователи и инвестиционные эксперты внесли свой вклад в ее развитие до нынешнего продвинутого уровня. **Современная портфельная теория** использует несколько основных статистических показателей для обоснования портфельной стратегии. Один из таких показателей — квадрат стандартного отклонения, или **дисперсия** доходности актива. Второй — ***корреляция*** доходности пары ценных бумаг или отдачи ценной бумаги и рынка в целом. **Корреляция** измеряет связь (если таковая имеет место) между двумя числовыми рядами, представляющими определенный вид данных — от объемов продаж до доходностей ценных бумаг. Если два ряда движутся в одном направлении, то они **положительно коррелированы**, если в противоположных — **отрицательно**. Степень зависимости данных одного ряда от другого измеряется **коэффициентом корреляции**, который варьирует от +1 для *абсолютно положительно коррелированных* рядов до –1 для *абсолютно отрицательно коррелированных* рядов. Абсолютно положительно коррелированные ряды изменяются параллельно друг другу, а абсолютно отрицательно коррелированные — в прямо противоположных направлениях. При создании портфеля по концепции современной портфельной теории большое внимание уделяется корреляции между показателями доходности различных активов.

Рисунок 16.3 иллюстрирует относительную корреляцию норм доходности для двух портфелей (каждый из которых содержит по две ценные бумаги). Левый график показывает изменение нормы доходности двух ценных бумаг X и Y во времени. Очевидно, что здесь наблюдается строгая положительная корреляция показателей их норм доходности, поскольку они изменяются параллельно. Правый график изображает доходность ценных бумаг X и Z. Их нормы доходности характеризуются строго отрицательной корреляцией, так как они изменяются в противоположных направлениях. Диверсификация согласно концепции современной портфельной теории достигается при такой комбинации ценных бумаг, когда составляющие портфеля имеют отрицательную (или слабоположительную) корреляцию между нормами отдачи. Следовательно, при выборе ценных бумаг в качестве решающего фактора СПТ выдвигает статистическую диверсификацию, т.е. отрицательную или низкую положительную корреляцию доходности. Портфель, состоящий из ценных бумаг X и Y, плохо диверсифицирован, так как характеры динамики доходности всех ценных бумаг почти совпадают. Совмещение в портфеле ценных бумаг X и Z ведет к существенно лучшей диверсификации благодаря высокой отрицательной корреляции их доходности.

Современная портфельная теория также использует такой важный для инвестиционных решений параметр, как "бета", который был впервые введен в гл. 5 и здесь рассматривается вновь.

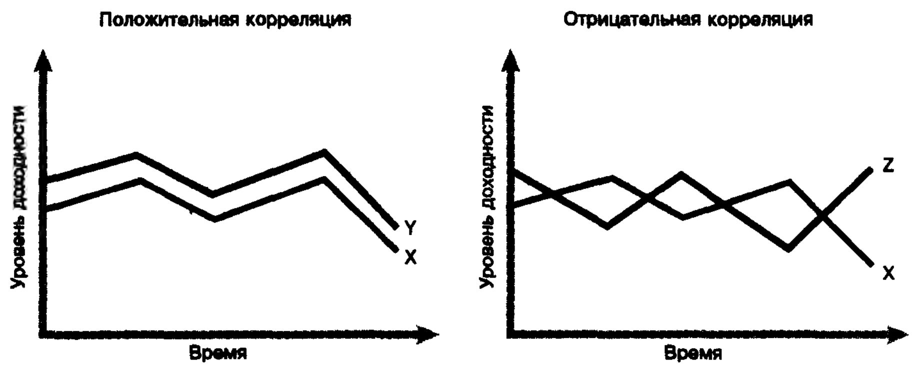


РИС. 16.3. **Корреляция доходности ценных бумаг**

Доходность активов *X* и *Y* имеет высокую положительную корреляцию и, таким образом, эти активы не предоставляют возможностей для диверсификации. Доходность активов *X* и *Z* имеет высокую отрицательную корреляцию, следовательно, эти активы создают возможность выигрыша от диверсификации. Чем ниже положительная (или чем выше отрицательная) корреляция доходности двух активов, тем более существенный выигрыш можно получить от диверсификации с точки зрения риска и доходности.

Фактор "бета"

Если портфель уже диверсифицирован, первое, что должно заботить инвестора, — это уровень его недиверсифицируемого риска. Мы можем измерить этот уровень с помощью уравнения регрессии с коэффициентом "бета":

$$r_{i,t} = a_i + (b_i \times r_{m,t}),$$

где $r_{i,t}$ — доходность ценной бумаги *i* или портфеля *i* в момент времени *t*;
a_i — свободный член регрессии;
b_i — коэффициент регрессии "бета";
$r_{m,t}$ — доходность рыночного портфеля в момент времени *t*.

Коэффициент регрессии (фактор) "бета" — *это статистическая мера относительной зависимости изменения доходности ценной бумаги или портфеля активов от изменений средней рыночной доходности.*

Изменчивость — *это величина колебаний доходности ценной бумаги или портфеля.*

Коэффициент детерминации (R^2) — *это показатель объясняющей способности уравнения регрессии. Показывает долю в изменениях зависимой переменной, которая отражает ее связь с независимой переменной.*

Коэффициент регрессии "бета" измеряет относительную неустойчивость доходности конкретной ценной бумаги или портфеля в сравнении с репрезентативным показателем доходности фондового рынка. На практике мерой рыночной доходности может быть индекс "Стэндард энд пур'з 500" или составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи. Понятие **неустойчивости** характеризует абсолютную величину колебаний доходности ценной бумаги или портфеля. Напротив, фактор "бета" измеряет *относительные* колебания доходности ценной бумаги или портфеля в сравнении с индексом рыночной доходности; по сути, он отражает относительное изменение доходности акции или портфеля ценных бумаг в сравнении с динамикой рыночной доходности, измеренной на основе индекса. Факторы "бета" акций широко используются на практике, так как информацию о них легко получить в брокерских фирмах и инвестиционных консультационных агентствах, например "Вэлью Лайн".

Использование фактора "бета". Полезность информации, заключенной в параметре "бета", зависит от того, насколько хорошо уравнение регрессии объясняет колебания доходности. **Коэффициент детерминации** (R^2) изме-

ряет объясняющую способность регрессионного уравнения. Он показывает, на сколько процентов изменение зависимой переменной (доходность отдельной ценной бумаги $r_{i,t}$) объясняется заданным соотношением с независимой (рыночной) переменной, которая в нашем примере обозначена $r_{m,t}$. R^2 может изменяться в интервале от 0 до 1. Если уравнение регрессии имеет величину R^2, равную 0, это означает, что изменения доходности ценной бумаги совершенно (на 0%) не объясняются взаимосвязью с фондовым рынком. Значение коэффициента детерминации (R^2), равное 1, говорит об абсолютной (100%-й) корреляции между ценной бумагой и рынком.

Фактор "бета" гораздо более полезен при объяснении колебаний в доходности портфеля, нежели отдельной ценной бумаги. Хорошо диверсифицированный портфель акций будет иметь коэффициент детерминации для регрессионного уравнения около 0,9. Это означает, что на 90% колебания курсов ценных бумаг портфеля объясняются изменениями на рынке акций в целом. В расчетах коэффициентов "бета" индивидуальных ценных бумаг (при составлении и решении регрессионного уравнения. — *Прим. науч. ред.*) параметр *R*-квадрат имеет достаточно широкий спектр значений, но, как правило, находится в интервале от 0,2 до 0,5. Другие факторы (в частности, диверсифицируемый риск) также вызывают колебания курсов отдельных активов. Однако когда ценные бумаги объединены в хорошо диверсифицированный портфель, бóльшая часть колебаний доходности этого портфеля вызвана движением всего фондового рынка.

Интерпретация фактора "бета". Экономическая интерпретация фактора "бета" может помочь понять его значимость. Если портфель имеет величину "бета", равную +1, то изменение его нормы доходности равно изменению доходности для рынка в целом. Это означает, что у портфеля с таким значением "бета" доходность, как правило, будет расти на 10%, если доходность рыночного портфеля акций в целом возросла на 10%. Естественно, если рыночная доходность упадет на 6%, то доходность портфеля с фактором "бета", равным +1, уменьшится в той же степени. В табл. 16.2 показана ожидаемая доходность для трех различных значений "бета" в двух ситуациях: рыночная доходность увеличивается на 10% или уменьшается на ту же величину. Портфель, имеющий значение "бета", равное 2, вдвое более изменчив, чем общий рыночный портфель. Когда рыночная доходность увеличивается на 10%, доходность такого портфеля увеличивается вдвое, т.е. на 20%. Понятно, что при обратной тенденции доходность данного портфеля упадет на 20%. Такой портфель можно считать относительно высокорискованным и высокодоходным. Если значение "бета" равно 0,5, то портфель можно рассматривать как относительно низкорискованный и низкодоходный — консервативный портфель для инвесторов, которые желают получать инвестиционный доход при низком риске. Он вдвое менее изменчив, чем рынок. Если портфель имеет величину "бета", равную –1, это говорит о том, что его доходность меняется в направлении, противоположном рынку. На рынке "медведей" инвесторы будут, вероятно, предпочитать портфель с отрицательным значением "бета", поскольку стоимость инвестиции этого типа растет, когда рынок акций падает, и наоборот. Однако подобрать ценные бумаги с отрицательной величиной "бета" не так просто. Большинство акций имеет положительный коэффициент корреля-

ТАБЛИЦА 16.2 **Фактор "бета" портфеля инвестиций и соответствующие изменения доходности**

Фактор "бета" для портфеля	Изменение средней рыночной доходности (в %)	Изменение ожидаемой доходности портфеля активов (в %)
+2,0	+10,0	+20,0
	−10,0	−20,0
+0,5	+10,0	+5,0
	−10,0	−5,0
−1,0	+10,0	−10,0
	−10,0	+10,0

ции с рынком, поскольку их доходность тяготеет к движению в том же направлении, что и весь рынок акций.

Соотношение риска и доходности: несколько заключительных замечаний

Противоречие риска и доходности — *это обратно пропорциональное соотношение риска, связанного с данными инвестициями, и их ожидаемой доходности.*

Безрисковая ставка доходности (R_F) — *это доходность, которую можно получить от инвестиций, не связанных с риском, к примеру по инвестициям в государственные ценные бумаги или застрахованные счета денежного рынка.*

Еще одним важным достижением современной портфельной теории является установление специфического соотношения недиверсифицируемого риска и нормы доходности инвестиций. Основная предпосылка такова: чтобы получать достаточно высокий доход, инвестор должен иметь портфель относительно рискованных инвестиций. Эта зависимость показана на рис. 16.4. Прямая линия с положительным наклоном демонстрирует **соотношение риска и доходности**. Точка, где она пересекает вертикальную ось, на которой отложены значения доходности, называется **доходностью безрисковых активов** (R_F). Инвестор может получать такую доходность, вкладывая средства в гарантированные инструменты, например государственные обязательства или застрахованные счета денежного рынка. По мере смещения от этой точки вдоль прямой риск портфеля возрастает. Для примера на рисунке показаны четыре портфеля: от *А* до *D*. Портфели *А* и *В* представляют собой инвестиционные инструменты, доходность по которым в точности соответствует уровню их рисков. Портфель *С* будет превосходной инвестицией, так как он приносит высокую доходность при относительно низком уровне риска. Портфель *D* — напротив, портфель, которого следует избегать, поскольку он обеспечивает низкую доходность при высоком риске.

Традиционный подход и современная портфельная теория: золотая середина

Мы рассмотрели два диаметрально противоположных подхода к управлению портфелем — традиционный подход и современную портфельную теорию. Вопрос, который встает перед нами: какой метод следует использовать индивидуальному инвестору? Однозначного ответа не существует — этот вопрос должен решаться по усмотрению самого инвестора. Тем не менее можно предложить несколько полезных советов. Обычный человек не имеет ресурсов, компьютеров и математического обеспечения, что-

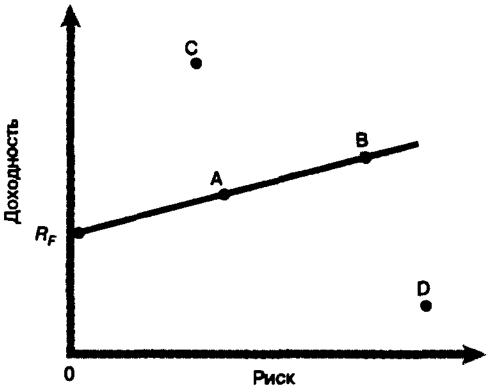


РИС. 16.4. **Противоречие между риском и доходностью портфеля активов**
По мере возрастания риска портфеля его доходность должна подниматься выше уровня безрисковой ставки (R_F). Портфели *A* и *B* обеспечивают доходность, соответствующую их уровню риска, портфель *C* имеет высокую доходность при низком уровне риска, портфель *D* характеризуется высоким риском и низкой доходностью. Портфель *C* наиболее предпочтителен, а портфель *D* должен быть отвергнут.

бы воплощать стратегию современной портфельной теории. Поскольку современная портфельная теория вряд ли может быть применена большинством индивидуальных инвесторов, идеи должны черпаться как из традиционного, так и из современного подхода. Традиционный подход при выборе ценных бумаг делает акцент на инструментарии технического и фундаментального анализа. Он также придает большое значение межотраслевой диверсификации портфеля. Современная портфельная теория особо подчеркивает отрицательную корреляцию доходности ценных бумаг, входящих в портфель. Этот подход использует диверсификацию для минимизации диверсифицируемого риска. Итак, по какому бы пути мы ни следовали, для обеспечения удовлетворительных результатов должна быть осуществлена диверсификация.

Фактор "бета" — полезный инструмент для определения уровня недиверсифицируемого (систематического) риска портфеля, и его анализ должен быть частью процесса принятия решения. Мы рекомендуем следующую политику при управлении портфелем:

- Определите, какой риск вы согласны нести.
- Стремитесь к диверсификации между различными типами ценных бумаг и отраслями экономики, уделяйте внимание тому, как доходность одной ценной бумаги связана с доходностью другой.
- Рассмотрите, как связаны отдельная ценная бумага и рынок в целом; занимаясь диверсификацией портфеля, используйте величину "бета" в принятии решений, чтобы риск вашего портфеля всегда был приемлем для вас.
- Изучите альтернативные возможности вложений, чтобы быть уверенным в том, что ваш портфель обеспечивает наилучшую доходность при заданном приемлемом уровне риска.

ПОСТРОЕНИЕ ПОРТФЕЛЯ НА ОСНОВЕ РАЗМЕЩЕНИЯ АКТИВОВ

В настоящем разделе мы будем изучать критерий, который может быть использован для формирования индивидуальной портфельной стратегии. Мы рассмотрим характеристики и цели инвестора, а также цели портфельной политики. Эти факторы необходимо учитывать при создании схемы размещения активов, которая обеспечивает базовый инструментарий для выбора отдельных инвестиционных инструментов для включения в портфель. В попытке развить понятия риска и диверсификации для выработки надежной инвестиционной политики мы будем обращаться как к традиционному, так и к современному подходу в инвестиционном управлении.

Характеристики инвестора

Финансовое и семейное положение, в котором находится инвестор, является существенным фактором при определении портфельной политики. Наиболее важны следующие моменты:

- уровень и стабильность дохода;
- семейные и личные обстоятельства;
- собственный капитал;
- возраст и опыт инвестора;
- отношение инвестора к риску.

Портфельная стратегия индивидуального инвестора очевидным образом должна быть ориентирована на удовлетворение его личных нужд. Состав портфеля прямо зависит от потребности в получении дохода и возможности принимать на себя риск. Благосостояние, семейное положение, опыт и возраст — эти характеристики инвестора входят в качестве параметров в его индивидуальное "инвестиционное уравнение", решение которого определяет портфельную стратегию. Относительно молодой человек может иметь агрессивную инвестиционную стратегию, особенно если его семейные обстоятельства будут способствовать этому. Женатый инвестор, имеющий маленьких детей, вряд ли пойдет на высокорискованные инвестиции, пока не будет обеспечен должный уровень финансовой стабильности для семьи. Однако если такой инвестор имеет достаточные сбережения или принял меры по страхованию, он может начать реализацию инвестиционной программы с элементами риска. Уже обеспеченный уровень финансовой безопасности дает возможность инвестору вступать в более рискованные предприятия. Одинокий инвестор без семейных обязательств может относиться к риску более спокойно в отличие от своего коллеги, обремененного подобной ответственностью. Проще говоря, подверженность кого-либо риску не должна превосходить пределов возможного.

Размер и стабильность заработков инвестора также влияют на выбор инвестиционной стратегии. Человек будет скорее склонен начинать рискованную инвестиционную программу, если он имеет надежную работу, чем когда его позиции на службе не столь прочны. При этом надо учесть и налогообложение доходов. Чем выше доход инвестора, тем большее значение приобретает управление налогами при осуществлении инвестиционных мероприятий. Например, муниципальные облигации имеют более низкую до-

ходность (валовую), чем корпоративные обязательства, поскольку освобождены от налогообложения. Сравнивая доходность после налогообложения по этим двум инструментам, мы увидим, что муниципальные облигации могут обеспечить более высокий ее уровень, если доходы инвестора пребывают в промежутке между 28%-й и 33%-й ставками налоговой шкалы. Инвестиционный опыт индивида также оказывает воздействие на приемлемую для него портфельную стратегию. Обычно инвестор предполагает, что будет увеличивать риск постепенно. Часто те, кто предпринял в начале своего пути весьма рискованные инвестиции, несут большие потери, нанося ущерб долгосрочному потенциалу своей инвестиционной программы в целом. Плавное наращивание инвестиционной деятельности дает в долгосрочной перспективе более предпочтительные результаты, чем импульсивные, рискованные действия.

Наконец, инвестор должен осторожно относиться к риску. Основная часть данной главы посвящена обсуждению риска и доходности. Инвестициям с высоким риском свойственны высокая потенциальная доходность и одновременно существенная вероятность потерь. Запомните, что, "бросаясь в атаку", вы имеете гораздо более высокую вероятность быть отброшенным назад, чем если вы "отработаете в защите" (займете более консервативную инвестиционную позицию). Последний путь, может быть, принесет меньше доходов, но он более надежен и легкодостижим.

Определение целей инвестора

После того как инвестор определил свои финансовые характеристики, следующий вопрос звучит так: "Чего я хочу от своего портфеля?" Ответ на него кажется очень простым: мы все хотим удваивать наши средства каждый год за счет низкорискованных вложений. К сожалению, реальность высококонкурентной инвестиционной среды делает этот результат маловероятным. Существование риска делает постановку реалистичных целей основным требованием, которое необходимо выполнять для успешного осуществления инвестиционных программ. Обычно существует дилемма между получением высокого текущего дохода от портфеля и значительным повышением его стоимости. Инвестор, как правило, должен выбирать одну из этих возможностей, так как реализовать обе сразу крайне сложно. За высокий потенциал прироста капитала по портфелю часто приходится расплачиваться низким потенциалом текущего дохода. Необходимо искать золотую середину между определенностью получения высокого текущего дохода от инструментов с ограниченным потенциалом капитального роста и неопределенностью значительного увеличения стоимости вложений в будущем.

Потребности инвестора, как правило, обусловливают выбор пути формирования портфеля. Так, пенсионер, чье благосостояние зависит от портфеля, будет, вероятно, исходя из финансовых нужд, склоняться к низкорискованной, ориентированной на получение текущих доходов стратегии. Напротив, материально обеспеченный инвестор (например, юрист) будет склонен к рисковым операциям в надежде на потенциальное увеличение собственного капитала. Рисунок 16.5 иллюстрирует соотношение риска и текущего дохода в зависимости от возраста инвестора. Молодые люди, имеющие постоянную работу, меньше беспокоятся о сиюминутной выгоде и способны принимать на себя больший риск. Такой тип инвесто-

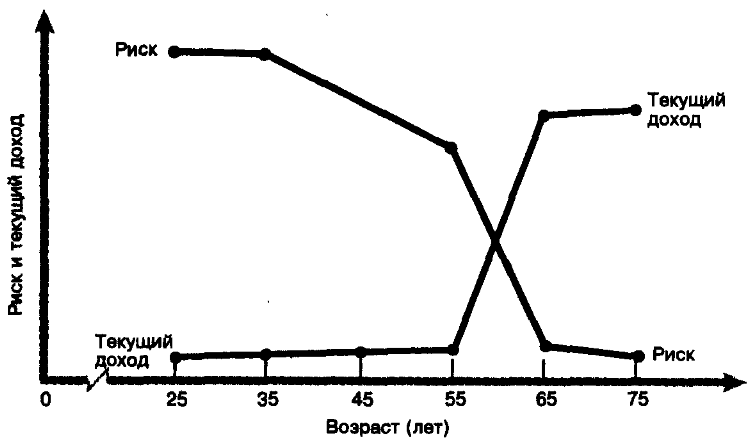


РИС. 16.5. Жизненный цикл инвестора: зависимость риска и текущего дохода от возраста

Молодые инвесторы имеют склонность к высокому риску, ожидая получить высокую прибыль в форме прироста стоимости своих портфелей, по сравнению с инвестором зрелого возраста, который, как правило, не склонен к риску и ориентирован на текущий доход. Такое поведение объясняется связанными с возрастом различиями в благосостоянии и финансовых потребностях.

ров в основном заинтересован в долгосрочном повышении стоимости своих вложений и может выбирать для этого спекулятивные инструменты. С приближением к пенсионному возрасту желаемый уровень дохода увеличивается. С возрастом желание рисковать уменьшается, и инвестор стремится сохранить то, что уже имеет, поскольку доход от портфеля рассматривается им как источник спокойной старости. Так, 75-летний пенсионер обычно желает иметь портфель с минимальным риском, поскольку нуждается в источнике текущего дохода, на который можно положиться. Эти рассуждения иллюстрируют тезис о том, что портфель должен быть нацелен на удовлетворение индивидуальных потребностей, которые зависят от достигнутого уровня дохода, обязанностей, финансовых ресурсов, возраста, планов относительно ухода на пенсию и способности принимать на себя риск.

Цели портфельной политики

Управление портфелем требует логического подхода и дает наилучшие результаты после тщательного анализа потребностей инвестора, а также доступных для включения в портфель инвестиционных инструментов. При построении портфеля должны учитываться следующие условия:

- необходимый уровень текущего дохода;
- сохранность капитала;
- прирост капитала;
- налоговые аспекты;
- риск.

Любые эти факторы и их комбинации играют немаловажную роль при определении типа портфеля, подходящего для данного инвестора. Первые два фактора — необходимый уровень текущего дохода и сохранность капитала — это портфельные цели, соответствующие низкорискованной, консервативной инвестиционной стратегии. Обычно такой портфель ориентирован на инструменты с низкой величиной "бета" (низким риском). Нацеленность на прирост капитала (третий фактор) предполагает увеличение риска и отказ от высоких текущих доходов. Такому инвестору могут подойти высокорискованные акции роста, опционы, товарные и финансовые фьючерсы, золото, недвижимость и другие спекулятивные активы. Налоговые характеристики (четвертый фактор) также влияют на инвестиционную стратегию: инвестор с высоким уровнем текущего дохода, вероятно, пожелает отсрочить уплату налогов, получая инвестиционные доходы в форме прироста капитала. Это приводит к реализации стратегии высокорискованных долгосрочных инвестиций. Индивид, для которого налоговая прогрессия не играет столь серьезной роли, может предпочесть вложения в инструменты с более высоким уровнем дохода. Наиболее существенным фактором для инвестора должен быть риск (пятый фактор). Соотношение риска и доходности необходимо рассматривать при любом инвестиционном решении.

Разработка схемы размещения активов

Размещение активов — *это схема, подразумевающая разделение портфеля между различными категориями активов с целью сохранения капитала при негативных изменениях ситуации и получения преимуществ при позитивных.*

Портфель должен быть совместим с потребностями инвестора, зависящими от таких характеристик, как доход, семейное положение, собственный капитал, возраст и способность принимать на себя риск. Поскольку каждая из этих потребностей трансформируется в специфические портфельные цели, для их достижения можно сформировать портфель. Однако прежде чем приступить к покупке акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг или других инструментов, нужно разработать **схему размещения активов**. Размещение активов подразумевает деление чьего-либо портфеля на различные классы активов: акции отечественных (американских) компаний, акции зарубежных фирм, облигации, краткосрочные ценные бумаги, другие инвестиционные инструменты, например материальные активы, особенно золото и недвижимость. *Сохранение капитала* — защита от негативных воздействий рынка и использование благоприятных воздействий— главная цель схемы размещения активов. Эта схема базируется на предположении о том, что доходность портфеля зависит скорее от структуры размещения активов, чем от самих инвестиций. Действительно, исследования показали, что доходность портфеля более чем на 90% определяется схемой размещения активов и менее чем на 10% — выбором конкретных ценных бумаг. Более того, как установили ученые, при размещении средств в различные классы инвестиционных инструментов в гораздо большей степени сокращается подверженность риску по сравнению с вложениями в одну категорию активов. Несомненно, размещение активов — важный аспект портфельного управления.

Подходы к размещению активов

Существуют три основных подхода к созданию схемы размещения активов. Первые два — подходы с фиксированной структурой и с гибкой структу-

рой — отличаются природой пропорций между различными категориями активов в портфеле. Третий подход — тактическое размещение — является гораздо более сложным и, как правило, используется многоопытными управляющими крупными институциональными портфелями.

Размещение с фиксированной структурой портфеля. В рамках этого подхода в каждую из категорий активов (их число обычно составляет от 3 до 5) размещается фиксированная часть портфеля. Предположим наличие всего четырех категорий активов: акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг и недвижимости. Тогда размещение по фиксированной схеме могло быть, например, таким:

Категория	Размещение (в %)
Обыкновенные акции	30
Облигации	50
Краткосрочные ценные бумаги	5
Недвижимость	15
Итого портфель	100

Обычно при таком подходе удельные веса остаются неизменными во времени, будучи *фиксированными*. Поскольку рыночная стоимость портфеля все же меняется, его состав может пересматриваться (корректироваться) ежегодно или после серьезных рыночных сдвигов для сохранения желаемых фиксированных пропорций. Каждой категории активов могут придаваться равные веса (хотя это не обязательно), например по 25% для каждой из представленных выше, хотя, как показали исследования, за период с 1967 по 1988 г. равномерное (по 20%) размещение капитала в акции американских компаний, акции зарубежных эмитентов, долгосрочные облигации, наличность и недвижимость дает портфель, который превосходит индекс "Стэндард энд пур'з 500" с точки зрения доходности и риска. Этот результат еще раз подчеркивает важность даже такой "наивной" стратегии размещения активов, как стратегия "покупать и держать".

Размещение с гибкими весами. Этот подход подразумевает периодическую корректировку весов каждой из категорий активов, основанную либо на рыночном, либо на техническом анализе (т.е. на своевременности проведения операций). Использование схемы с гибким взвешиванием часто называют *стратегическим размещением активов*. Например, начальное размещение и скорректированное размещение активов могли базироваться на следующей системе гибких весов:

Категория	Начальное размещение (в %)	Скорректированное размещение (в %)
Акции	30	40
Облигации	50	50
Краткосрочные ценные бумаги	5	10
Недвижимость	15	0
Итого портфель	100	100

Изменение весов могло быть результатом ожиданий снижения инфляции, что, в свою очередь, приведет к росту курсов акций и облигаций параллельно со снижением прибыльности операций с недвижимостью. Система весов изменилась таким образом, что позволяет получить большую отдачу в новых рыночных условиях.

Тактический метод размещения активов. Этот метод представляет собой специальный подход, использующий фьючерсы на фондовые индексы и процентные фьючерсы (см. гл. 12) для изменения схемы размещения активов в портфеле. Когда акции кажутся менее привлекательными, чем облигации, нужно продавать фьючерсные контракты на фондовый индекс и покупать фьючерсные контракты на облигации, и наоборот, когда облигации представляются менее привлекательными, чем акции, эта стратегия предписывает покупать фьючерсы на фондовый индекс и продавать фьючерсы на облигации. Поскольку, чтобы давать должный эффект, эта техника должна опираться на крупные портфели и количественные методы, она, как правило, подходит только институциональным инвесторам.

Альтернативы в размещении активов

Предполагая, что мы придерживаемся схемы размещения с фиксированными весами для четырех категорий активов — акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг и недвижимости, продемонстрируем три ее варианта. Таблица 16.3 показывает размещение в эти категории для консервативного (низкодоходного и низкорискованного), умеренного (среднедоходного и среднерискованного) и агрессивного (высокодоходного и высокорискованного) портфелей. Консервативное размещение использует в основном облигации и краткосрочные ценные бумаги для обеспечения предсказуемой доходности. При умеренной схеме размещения в портфель в основном входят облигации, а также некоторые акции и недвижимость в большем количестве, чем в консервативном случае. Умеренные колебания этого портфеля отражают переход от надежных краткосрочных ценных бумаг к увеличению доли акций и недвижимости в сравнении с консервативной схемой. Наконец, при смещении в сторону агрессивного портфеля все больше средств размещается в акции, меньше — в облигации, а также увеличивается доля недвижимости, посредством чего достигается общее увеличение ожидаемой отдачи и риска.

Применение стратегий размещения активов

План размещения активов должен учитывать характеристики инвестиций, сбережений и расходов, экономические перспективы, налоговую ситуацию, ожидаемые доходы, склонность к риску и т.д. Возраст, как было отмечено ранее, также будет оказывать воздействие на эти факторы и на итоговое размещение активов, поскольку молодые люди склонны принимать на себя больший риск, чем пожилые. Такой план должен быть рассчитан на долгосрочную перспективу, делать акцент на сохранении капитала и периодически пересматриваться (см. гл. 17) для поддержания соответствия инвестиционным целям.

ТАБЛИЦА 16.3 Альтернативные схемы размещения активов

Вид актива	Схемы размещения активов (в %)		
	Консервативная (низкая доходность — низкий риск)	Умеренная (средняя доходность — средний риск)	Агрессивная (высокая доходность — высокий риск)
Обыкновенные акции	15	30	40
Облигации	45	50	35
Краткосрочные ценные бумаги	35	5	0
Недвижимость	5	15	25
Итого	100	100	100

Фонд размещения активов — *это взаимный фонд, стремящийся к сокращению риска своих вложений через инвестиции в правильно выбранные активы в нужное время и нацеленный на диверсификацию и относительно устойчивые результаты, а не на получение существенных приростов капитала.*

Вообще говоря, чтобы выбрать подходящий набор активов, инвестору необходимо исследовать каждую их категорию относительно следующих характеристик: текущая доходность, потенциал роста, безопасность, ликвидность, издержки на совершение сделок (брокерские комиссионные) и потенциальная экономия на налогах. Многие инвесторы используют акции специализированных взаимных фондов (см. гл. 13) как часть своей инвестиционной деятельности. Они часто применяются для диверсификации инвестиций внутри каждой категории активов — группа инвестиционных фондов может использоваться для перевода капитала инвестора между категориями по телефону. В качестве альтернативы построению собственного портфеля вы можете рассмотреть акции **фондов размещения активов** — взаимных фондов, которые стремятся уменьшить подверженность рыночным колебаниям, инвестируя в нужные активы в нужное время. Эти фонды подобно схемам размещения активов делают акцент на диверсификации и оперируют на уровне относительно умеренных результатов, жертвуя спекулятивными возможностями в пользу предсказуемости. Такие фонды, как "Вангвард стар фунд", "*USSA* корнестон" и "Перманент портфолио", используют стратегию фиксированной структуры портфеля, а такие, как "Фиделити'с ассет менеджер", "Интегрэтид ресосез тотл ретерн фунд" и "Оппенхеймер ассет эллокатион", используют гибкие удельные веса, которые меняются в установленных границах. Как правило, для инвесторов, располагающих инвестиционными ресурсами стоимостью более 50 000 долл. и свободным временем, самостоятельное размещение активов может быть оправданным. Те инвесторы, чей капитал находится между 5000 и 50 000 долл., могут использовать для создания работоспособной схемы размещения активов взаимные фонды, а располагающие менее чем 5000 долл. и/или не имеющие свободного времени могут посчитать фонды размещения активов наиболее привлекательными.

Главное, вы должны осознать, что эффективная схема размещения активов *создается на длительный период*. Построив такую схему, вы можете действовать в ее рамках, по крайней мере, 7—10 лет, а возможно, и дольше. Если вы создали схему, придерживайтесь ее. Ключ к успеху лежит в том, что вы остаетесь верными выбранной схеме размещения. В рубрике "Проницательному инвестору" даются дополнительный материал и неко-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Диверсификация портфеля с использованием размещения активов

Многие инвесторы испытали страх, когда 19 октября 1987 г. промышленная средняя Доу Джонса упала на 508 пунктов. Величина потерь, которые понесли миллионы американцев, заставила их быть более осторожными. Критерий роста уступил место надежности, и инвесторы переориентировались на консервативные вложения, пытаясь снизить риск с помощью диверсификации.

В результате стратегия размещения активов, долгое время используемая только институциональными инвесторами, стала неожиданно широко популярна и среди индивидов. Некоторые из них сами справились с размещением, другие обратились за помощью к профессионалам. В любом случае рациональное зерно заключалось в улучшении контроля за своим финансовым положением, в сокращении возможности общего "обвала", когда один или два актива неожиданно "сойдут с дистанции".

Размещение активов, также называемое комбинацией, представляет собой спланированный процесс распределения инвестиций между несколькими доступными категориями инструментов либо в соответствии с установленными фиксированными пропорциями, либо с перераспределениями, отражающими изменения в экономике. Сторонники этого метода видят в нем инструмент для сокращения риска, обеспечивающий приличный уровень доходности.

«Это новость дня, — говорит Мадилайн Новек, президент нью-йоркской "Новос плэнин ассосиэйшн" и директор Северо-Западного регионального отделения Института финансового планирования. — Используя различные категории активов, негативно коррелирующие между собой, вы можете предусмотреть любые неожиданности».

«Очень тяжело выбирать акции-лидеры и акции-аутсайдеры, — добавляет Рэнди Номэн, присяжный консультант по финансовому планированию компании "Сэдл Брук" из Нью-Джерси. — Если вы имеете диверсифицированную базу активов и все инструменты хорошего качества, то потерять деньги в долгосрочной перспективе практически невозможно».

При размещении активов как индивидами, так и профессионалами создается портфель "на все случаи", часто в форме взаимных фондов, направленный на получение хорошего результата как для рынка "быков", так и для рынка "медведей". Его цель как раз и заключается в компенсации снижения стоимости инвестиций в один сегмент рынка за счет роста стоимости инвестиций в другие сегменты.

Виды активов, которые обычно используются для создания такого портфеля, включают акции и облигации отечественных и зарубежных эмитентов, ценные бумаги денежного рынка, драгоценные металлы и недвижимость. Как считает Роберт Льюис, исполнительный директор фирмы "Маршалл энд компани", работающей с ценными бумагами, такое распределение вложений очень разумно.

торые правила использования схемы размещения активов для диверсификации портфеля.

УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ В ДЕЙСТВИИ

В этом параграфе мы будем анализировать четыре портфеля, которые были созданы для достижения четырех различных инвестиционных целей. Принципы и идеи, которые развивались в этой книге, будут приложены к этим четырем реальным ситуациям.

Геральд Перритт, президент чикагского агентства инвестиционной информации, указывает на то, что одним из путей, которым инвестору следует размещать активы, может быть формирование портфеля из акций взаимных фондов, каждый из которых специализируется на определенном классе активов. "Пять лет назад индивидуальный инвестор не мог этого сделать, так как не имел доступа к международным облигационным и другим фондам",— говорит он.

Внимание инвесторов было привлечено к этой технике еще и благодаря растущему пониманию того, что инвестиционный результат прямо вытекает из решения о размещении средств. "Для большинства портфелей выбор структуры активов — единственный наиболее важный фактор долгосрочных инвестиционных результатов", — отмечает Вильям Дромс, профессор финансов Университета Джорджтауна.

Более того, концепция размещения активов допускает их различные процентные соотношения, основанные на личных или семейных потребностях. "Использование широкого спектра инструментов дает больше возможностей для приспособления структуры активов к вашим потребностям", — говорит Петер Хилл, исполнительный вице-президент компании "Байард".

Способ создания наилучшей схемы размещения активов везде один и тот же, несмотря на различие в целях. Роу Прайс, представитель балтиморской компании по управлению взаимными фондами, делит этот процесс на семь шагов, предлагая инвесторам:

- Определить точно финансовые цели, подчеркивая, что инвестор хочет получить от своих денег.
- Установить временной горизонт: краткосрочный (до 2 лет), среднесрочный (от 2 до 5 лет) или долгосрочный (более 5 лет).
- Определить личную склонность к риску либо как более консервативную, либо как менее консервативную.
- Выбрать инвестиции, которые соответствуют личным целям, принимая во внимание компромиссы, на которые нужно пойти.
- Проанализировать текущее размещение активов и сравнить его с "целевыми" инвестициями.
- Проверить результаты диверсификации, имея в виду, что, чем больше ресурсы, тем легче она достижима.
- Периодически пересматривать свои инвестиции, поскольку размещение активов — это непреходящий процесс.

«Очень много эмоций расходуется на это при работе на рынке, — говорит Роберт А. Лео, исполнительный вице-президент фирмы "Ширсон Леман Хаттон". — Это заставляет анализировать свои цели».

Источник: Leonard Sloane, "Crash-Chastened Investors Seek to Diversify", *The New York Times Personal Investing'89*, November 13, 1988, p. 7.

На протяжении последующего изложения описываются вымышленные имена людей и названия ценных бумаг, однако цели и соответствующие портфели — настоящие. Для каждого инвестора дается соответствующая информация о доходе, возрасте, собственном капитале и образе жизни. Когда это можно, указаны удельные веса в схемах размещения активов и приводятся специфические соображения, по которым те или иные акции и/или облигации включаются в портфель (портфели содержат только эти инструменты). Для читателя было бы полезным упражнением рассмотреть каждую ситуацию и дать собственные рекомендации, используя данную информацию.

Все четыре случая отличаются по характеристикам риска и доходности, поскольку инвесторы, для которых эти портфели были составлены, имеют разные доходы и образ жизни. Каждый портфель составлен с использованием традиционного подхода со следующими исключениями. Во-первых, число ценных бумаг в них меньше, чем рекомендуется традиционным подходом. В духе современной портфельной теории предполагается, что должный уровень межотраслевой диверсификации может быть достигнут после тщательного отбора 8—12 ценных бумаг для портфеля в 100 000 долл. Более крупный портфель может содержать несколько больше ценных бумаг, но, вероятно, все равно меньше, чем предписывает традиционный подход. Во-вторых, мы используем фактор "бета" для измерения риска всех портфелей. Таким образом, в этих примерах пересекаются элементы современной портфельной теории с традиционным подходом к управлению портфелем.

Дара Ясакава — "чудо-женщина"

В свои 28 лет Дара Ясакава уже многого достигла. Она собрала портфель на 300 000 долл., содержащий вложения в недвижимость на Гонолулу и Гавайях с текущей рыночной стоимостью соответственно 240 000 и 60 000 долл. в краткосрочных инвестициях. Итак, ее текущая схема размещения активов на 80% состоит из недвижимости (240 000/300 000) и на 20% — из краткосрочных инвестиций (60 000/300 000). Мисс Ясакава сейчас работает главным бухгалтером "Камехамеха менеджмент" — фирмы по управлению недвижимостью на Гонолулу. Ее доход в виде заработной платы и ренты составляет 65 тыс. долл. в год, что заставляет ее платить предельную 35%-ю налоговую ставку (по сумме федерального налога и налога штата). Мисс Ясакава не замужем, и ее долги обеспечены всем ее имуществом.

Дара решила диверсифицировать свой портфель. Ее собственный капитал был вложен большей частью в земельные участки в совместном владении, размещенные в районе Вэйкики на Гонолулу. Очевидно, диверсификация была необходима для сокращения риска и увеличения общей доходности инвестиций. Рынок недвижимости на Гавайях бывает непредсказуем, и мисс Ясакава желает уменьшить воздействие его колебаний. Она попросила своего консультанта по инвестициям Маржори Вонг помочь разместить часть активов в акции. Маржори посоветовала ей продать один из участков стоимостью 60 тыс. долл. и часть краткосрочных ценных бумаг на 15 тыс. долл., чтобы вырученные деньги (75 тыс. долл.) вложить в акции. В результате схема размещения активов станет следующей: 60% — недвижимость (180 000/300 000), 25% — акции (75 000/300 000) и 15% — краткосрочные ценные бумаги (45 000/300 000). Принимая во внимание свою молодость и устойчивое финансовое положение, мисс Ясакава способна взять на себя риск спекулятивной инвестиционной программы. В ее портфеле акций большую роль будут играть ценные бумаги с высоким потенциалом роста курсовой стоимости.

Портфель акций мисс Ясакава представлен в табл. 16.4. Он содержит 8 выпусков акций, каждый из которых относится к группе инструментов с риском выше среднего. Фактор "бета" у этих выпусков акций изменяется в интервале от 1,13 до 2,31, а у портфеля равен приблизительно 1,61, что свидетельствует о его подверженности риску выше среднего уровня. (Значение "бета" для портфеля может быть рассчитано как средневзвешенная из фак-

ТАБЛИЦА 16.4 **Портфель обыкновенных акций Дары Ясакава**

ЦЕЛЬ: СПЕКУЛЯТИВНЫЙ РОСТ (ВЫСОКИЙ РИСК, ВЫСОКАЯ ПОТЕНЦИАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ)

Количество акций	Компания	Дивиденд на акцию (в долл.)	Дивидендный доход (в долл.)	Курс акции (в долл.)	Совокупная стоимость (включая комиссионные) (в долл.)	Фактор "бета"	Текущая доходность (в %)
1200	"Алтуна эрлайнз"	—	—	7	8 480	1,75	—
300	"Бетта компьютер"	—	—	30	9 090	1,87	—
400	"Изи уорк тайл"	—	—	25	10 090	1,59	—
300	"Гоумз индастриз"	0,36	108	30	9 090	1,19	1,2
300	"Херкулез брювинг"	0,80	240	32	9 700	1,27	2,5
300	"Джама моторз *ADR*"	0,35	105	33	10 000	1,13	1,1
500	"Карл Левис энтерпрайзис"	—	—	20	10 100	1,79	—
1300	"Рэнч петролеум"	—	—	6	7 880	2,31	—
	Всего		453		74 430		0,6

"Бета" портфеля = 1,61

торов "бета" отдельных ценных бумаг.) Портфель имеет межотраслевую диверсификацию по достаточно широкому набору ценных бумаг. Все они выбраны по критерию потенциала прироста капитала выше среднего уровня. Итак, портфель мисс Ясакавы состоит из акций: "Алтуна эрлайнз" — компании, которая осуществляет перевозки между островами на Гавайях (были выбраны, поскольку там ожидается рост числа туристов); "Бетта компьютер" — перспективной компании по производству персональных компьютеров; "Изи уорк тайл" — компании удачливого розничного торговца, обслуживающего рынок самостоятельного домашнего ремонта; "Гоумз индастриз" — быстрорастущей компании по производству оптики и фотографических услуг; "Херкулез брювинг" — развивающейся пивоваренной компании; "Джама моторз *ADR*" — расположенной в Японии компании, которая обеспечивает интернациональную диверсификацию для портфеля; "Карл Левис энтерпрайзис" — преуспевающей сети ресторанов быстрого питания в Калифорнии; "Рэнч петролеум" — небольшой нефтяной компании, занимающейся очисткой и производством нефтепродуктов.

Большинство компаний, ценные бумаги которых консультант мисс Вонг выбрала для мисс Ясакава, не имеют громких имен, скорее это фирмы со впечатляющим потенциалом роста. При данной величине фактора "бета" портфель Дары будет колебаться приблизительно в 1,6 раза сильнее, чем рынок в целом. Текущая доходность портфеля сравнительно низка — 0,6%. Главную отдачу мисс Ясакава ожидает получить в форме повышения курсовой стоимости ценных бумаг. До реализации прироста капитала она собирается держать эти акции, по крайней мере, 1—2 года. Поскольку доход мисс Ясакава облагается налогом по высокой ставке прогрессии, для нее представляется предпочтительным получать прибыль в форме прироста капитала и откладывать выплаты налогов на более поздний срок.

Боб и Гейл Вейс — победители лотереи

Боб Вейс, профессор политических наук в университете Вест-Бай-сити в шт. Мичиган, и его жена Гейл — очень везучие люди. Как-то в закусочной они купили за один доллар билет лотереи шт. Мичиган, и профессор Вейс выиграл 275 000 долл. После выплат подоходного налога они потратили немного денег, после чего у них осталось около 210 000 долл. Следуя своей философии сберегать любой подарок судьбы и не растрачивать капитал на ежедневные расходы, они предпочли инвестировать эти средства (в отличие от большинства победителей лотерей, которые быстро "прожигают" свой выигрыш).

В семье Вейс двое детей. Бобу Вейсу 37 лет, и у него надежные позиции на работе. Зарплата приносит ему примерно 40 000 долл. в год, еще 15 000 долл. он получает в качестве гонорара за опубликованные книги и из некоторых других источников. Налоговая ставка для профессора Вейса (федеральный налог и налоги штата) составляет примерно 30%. Его полис страхования жизни оценивается в 80 000 долл. и оплачивается университетом. Жена Боба Гейл — библиотекарь. Сейчас она сидит дома с детьми и не будет получать стабильные источники дохода в ближайшие несколько лет. Семья Вейс имеет свой дом (с выплаченной закладной) в районе Бэнкс-Бай-сити. Кроме того, они имеют около 40 000 долл. во взаимном фонде денежного рынка. Таким образом, их активы до выигрыша в лотерее на 100% выражались в денежной форме (40 000/40 000). Задолженности у семьи нет.

Профессор Вейс попросил своего консультанта по инвестициям Гина Боулиса разработать для него инвестиционный портфель. Вместе они решили избрать следующую стратегию. Во-первых, профессор и его жена не склонны к риску, т.е. они не хотят подвергать себя неумеренному риску потерь. Во-вторых, Вейсы пожелали несколько увеличить свой располагаемый доход. Руководствуясь этим, мистер Боулис предложил им портфель, представленный в табл. 16.5. Схема размещения активов для этого портфеля примет следующий вид: около 84% — акции компании (210 000/250 000) и 16% — акции взаимных фондов денежного рынка (40 000/250 000). Главной целью этого портфеля является долгосрочный рост при среднем уровне риска и умеренных дивидендах. Портфель содержит девять ценных бумаг и представляется достаточно диверсифицированным. Значение фактора "бета" для портфеля составляет 1,05, т.е. уровень недиверсифицируемого риска примерно равен среднерыночному. Текущая доходность составляет около 4,9%, что также соответствует среднерыночному показателю. Фактор "бета" для отдельных акций в портфеле варьирует; однако общий риск портфеля — умеренный.

Портфель Вейсов содержит акции компаний различных отраслей американского бизнеса. Все они имеют достаточно высокий потенциал роста и не вовлечены в высокорискованные предприятия, связанные с устаревшей технологией или высокой степенью международной конкуренции. В портфеле имеются акции двух банков: "Бэнкорп уэст, инк." и "Флорида саускост бэнкс". Первый из них — это хорошо организованный банковский холдинг, владеющий крупнейшим банком Калифорнии. Второй — растущий банковский холдинг, расположенный на южном побережье Флориды. В обоих регионах происходят быстрый рост населения и экономический подъем. Компания "Би-эс-ти, инк." занимает ведущие позиции на рынке связи. Ком-

ТАБЛИЦА 16.5 **Портфель обыкновенных акций Боба и Гейл Вейс**

ЦЕЛЬ: ДОЛГОСРОЧНЫЙ РОСТ (СРЕДНИЙ РИСК, УМЕРЕННЫЕ ДИВИДЕНДЫ)

Количество акций	Компания	Дивиденд на акцию (в долл.)	Дивидендный доход (в долл.)	Курс акции (в долл.)	Совокупная стоимость (включая комиссионные) (в долл.)	Фактор "бета"	Текущая доходность (в %)
1000	"Бэнкорп уэст, инк."	1,20	1 200	22	22 200	0,86	5,4
600	"Би-эс-ти, инк."	2,80	1 680	40	24 200	1,00	6,9
1000	"Флорида саускост бэнкс"	1,20	1 200	23	23 200	0,84	5,2
1000	"Кингз"	1,60	1 600	25	25 300	0,88	6,3
500	"Лайт ньюспейпас"	0,92	460	46	23 200	1,12	2,0
600	"Миллер фуд"	1,88	1 128	37	22 400	1,07	5,0
800	"Стейт ойл оф Калифорния"	1,00	800	27	21 800	1,30	3,7
600	"Ворнокс"	2,28	1 368	40	24 200	1,04	5,7
600	"Вудсток"	1,30	780	36	21 800	1,32	3,6
	Всего		10 216		208 300		4,9

"Бета" портфеля = 1,05

пания "Кингз" производит продукты питания, и ей прочат большое будущее. "Лайт ньюспейпас" — издательский концерн, владеющий многими газетами. Сеть супермаркетов "Миллер фуд" слилась в 1989 г. с "Дентон кампаниз" и с тех пор успешно развивается. В портфеле представлены акции двух компаний по переработке природных ресурсов: "Стейт ойл оф Калифорния" и "Вудсток". Обе занимают прочные позиции в своих отраслях. "Ворнокс" — крупный производитель лекарств, который сможет извлекать прибыль из сложившейся демографической ситуации в стареющей Америке. Все акции из портфеля Вейсов выпущены хорошо управляемыми фирмами; риск портфеля умеренный, он обеспечивает среднюю текущую доходность и рост курсовой стоимости при устойчивом потоке дивидендов.

Джулио и Джина Вителло, пенсионеры

Сразу после продажи семейного дела и инвестиций в недвижимость супруги Вителло вышли на пенсию. Сейчас им по 60 лет, они упорно трудились в течение 35 лет, и их недавно проданный бизнес был весьма успешен. Кроме того, на протяжении всей жизни они делали удачные инвестиции в недвижимость. Доход от продажи фирмы и недвижимости принес 600 000 долл. после уплаты налогов. Джулио и Джина захотели вложить эти деньги и обратились к консультанту по инвестициям Джейн Татл с просьбой сформировать для них портфель. Вот финансовая информация о семье Вителло. Они полностью владеют домом и имеют на 300 000 долл. облигаций, которые приносят годовой доход в размере 30 000 долл. У них имеется краткосрочных активов на 100 000 долл., которые они предпочитают держать в качестве оперативного резерва наличности. Последняя схема размещения активов была следующей: 60% составляет прибыль от продажи дела и недвижимости (600 000/1 000 000), 30% — облигации (300 000/1 000 000) и

10% — краткосрочные ценные бумаги. Мистер Вителло имеет пожизненную страховку на сумму 200 000 долл., а его жена является бенефициаром по этому полису.

После выхода на пенсию никто из Вителло не планировал искать работу. Они имеют небольшой пенсион, который будет приносить по 4000 долл. в год в течение 5 лет. Однако основным источником средств должен стать инвестиционный портфель. В течение последних лет работы совокупный годовой доход семьи составлял приблизительно 90 000 долл. Их жизненный стандарт достаточно высок, и они не хотели бы существенно менять его. Вителло не планируют тратить свой капитал, поскольку хотели бы завещать состояние двум своим детям. Таким образом, основная инвестиционная цель — получение текущего дохода при некотором увеличении капитала. Джулио и Джина не хотели бы снова инвестировать в недвижимость и попросили мисс Татл сформировать для них портфель ценных бумаг на 600 000 долл. (Они хотят сохранить свои вложения в облигации и краткосрочные активы в неприкосновенности.) Окончательная схема размещения активов будет следующей: 60% — акции, 30% — облигации и 10% — краткосрочные ценные бумаги.

Портфель, созданный для семьи Вителло, представлен в табл. 16.6. Он содержит акции девяти компаний, в каждую из которых вложено примерно по 65 000 долл. Главная цель этого портфеля — качественные, низкорискованные, высокодоходные бумаги и диверсификация. "Бета" портфеля составляет приблизительно 0,8, т.е. уровень риска всего портфеля ниже, чем на фондовом рынке в целом. Ожидается, что бóльшая часть совокупного дохода (дивиденды плюс повышение курсовой стоимости) будет получена в форме дивидендного дохода. Портфель имеет текущую доходность около 8,7%, что выше среднего уровня. Общий объем дивидендов составляет около 52 000 долл., что вместе с доходом от облигаций и краткосрочных ценных бумаг обеспечивает Вителло около 90 000 долл. валового дохода. После уплаты налогов это составит примерно ту же величину, что и в последние годы, что позволит им не менять образ жизни.

Анализируя составляющие портфеля семьи Вителло, можно видеть, что в него включены акции четырех компаний, представляющих сферу коммунальных услуг. Обычно такие акции хорошо подходят для низкорискованных портфелей, ориентированных на получение текущего дохода. Высокоэффективные концерны по добыче природного газа и производству электроэнергии характеризуются умеренным ростом доходов и дивидендов. Эти четыре компании — "Файндли пауэр энд лайт", "Галф гэз электрик", "Паблик пауэр" и "Саусвест утилитиз" — постоянно расширяют сферы своего влияния и наращивают прибыли и дивиденды. Также включены в портфель акции двух крупных американских компаний — "Энерджон" и "Смит, Робертс энд компани". Первая — большой энергетический концерн, выплачивающий высокие дивиденды. Вторая — торговая компания, которая в последнее время диверсифицирует свою деятельность в сфере финансовых услуг. В портфеле представлены два банковских холдинга: "Аляска бэнкорп, инк." и "Даллас нэшнл корпорейшн". "Аляска бэнкорп" — это инструмент участия в экономическом росте этого региона. "Даллас" был выбран из-за высоких дивидендов и потому, что он занимает устойчивые позиции на рынке Далласа. Кроме того, за последние годы он повышал дивиденды несколько раз, и ожидается, что будет делать это и впредь. "Джиоко" — круп-

ТАБЛИЦА 16.6 **Портфель обыкновенных акций Джулио и Джины Вителло**

ЦЕЛЬ: ТЕКУЩИЙ ДОХОД (НИЗКИЙ РИСК, ВЫСОКАЯ ДОХОДНОСТЬ)

Количество акций	Компания	Дивиденд на акцию (в долл.)	Дивидендный доход (в долл.)	Курс акции (в долл.)	Совокупная стоимость (включая комиссионные) (в долл.)	Фактор "бета"	Текущая доходность (в %)
3000	"Аляска бэнкорп, инк."	1,20	3 600	22	66 600	0,86	5,4
2000	"Даллас нэшнл корпорейшн"	2,40	4 800	30	60 600	0,81	7,9
2500	"Энерджон"	3,00	7 500	27	68 100	1,01	11,0
2000	"Файндли пауэр энд лайт"	3,36	6 720	32	64 600	0,63	10,4
2000	"Джиоко"	2,80	5 600	35	70 700	1,13	7,9
2500	"Галф гэз электрик"	3,00	7 500	28	70 700	0,53	10,6
4000	"Паблик пауэр компани"	1,76	7 040	16	64 600	0,72	10,9
2500	"Смит, Робертс энд компани"	1,36	3 400	27	68 100	0,92	5,0
3000	"Саусвест утилитиз"	2,04	6 120	21	63 600	0,60	9,6
	Всего		52 280		597 600		8,7

"Бета" портфеля = 0,80

ная химическая компания, занимающаяся также и другими операциями. Все акции, составляющие портфель Вителло, выпущены хорошо известными, относительно крупными компаниями. Эти ценные бумаги характеризуются стабильностью, низким риском, относительно высокими дивидендами с некоторыми перспективами их увеличения.

Люсиль Хатч, вдова

В предыдущем примере портфель создавался для достаточно состоятельной семейной пары пенсионеров. Но большинству пожилых людей повезло не так сильно, как Вителло, — у них гораздо меньше средств для инвестирования. Люсиль Хатч 70 лет, и она недавно овдовела. Учитывая финансовое состояние покойного мужа, а также ее собственные средства и активы, находящиеся в их совместном владении, она имеет около 350 000 долл. ликвидных средств, размещенных на текущих и сберегательных счетах денежного рынка (краткосрочные инвестиции). Таким образом, ее активы на 100% представляют собой краткосрочные вложения (350 000/350 000). Люсиль полностью владеет своим домом. Помимо процентов по сбережениям она получает социальную помощь 600 долл. в месяц, поскольку работодатель ее мужа, к сожалению, не использовал пенсионного плана. Она обратилась к своему консультанту по инвестициям Чарлзу Пакету с просьбой обсудить стратегию и разработать инвестиционную политику.

Текущий доход миссис Хатч с учетом социальных выплат и процентов по краткосрочным инвестициям составляет около 35 000 долл. в год. Она хотела бы по возможности увеличить свой доход, подвергаясь при этом минимальному риску. Мистер Пакет порекомендовал ей инвестиционный портфель, представленный в табл. 16.7. Цель этого портфеля — максимизация текущего дохода при минимальном уровне риска. Как видно из таб-

ТАБЛИЦА 16.7 **Портфель облигаций Люсиль Хатч**

ЦЕЛЬ: МАКСИМИЗАЦИЯ ТЕКУЩЕГО ДОХОДА (МИНИМАЛЬНЫЙ РИСК)

Номинальная стоимость (в долл.)	Характеристики выпуска	Рейтинг "Стэндард энд пур'з"	Процентный доход (в долл.)	Курс (в долл.)	Затраты на приобретение (в долл.)	Доходность к погашению (в %)	Текущая доходность (в %)
50 000	"Бойз норзен" $12^{7}/_{8}$%, срок погашения 2011 г.	A	6 437,50	100	50 000	12,875	12,875
50 000	"Далстон энд компани" $11^{1}/_{2}$%, срок погашения 1995 г.	A	5 750,00	98	49 000	11,900	11,700
50 000	"Мэриленд пасифик" 10,70%, срок погашения 1993 г.	A	5 350,00	97	48 500	11,600	11,000
50 000	"Пасифик утилитиз" $12^{7}/_{8}$%, срок погашения 2019 г.	AA	6 437,50	100	50 000	12,875	12,875
50 000	"Транс стейт телефон" 12,70%, срок погашения 2025 г.	A	6 350,00	97	48 500	13,200	13,100
50 000	"Урбан лайф" $12^{1}/_{2}$%, срок погашения 1996 г.	AA	6 250,00	100	50 000	12,500	12,500
	Всего		36 575,00		296 000	12,500	12,400

лицы, все средства вложены в ценные бумаги с фиксированным доходом, причем 296 000 долл. направлены в корпоративные облигации с высоким рейтингом, а остаток (54 000 долл.) сохранен в форме краткосрочных активов для обеспечения достаточного резерва на всякий случай. Схема размещения активов получилась такой: 85% — облигации (296 000/350 000) и 15% — краткосрочные инвестиции (54 000/350 000). Выбрав такой портфель облигаций, миссис Хатч увеличила свой годовой доход с 350 000 до 397 800 долл. (7200 долл. — социальное пособие, 4000 долл. — доход от краткосрочных инвестиций и 36 600 долл. — проценты по облигациям). После этого ставка налога для миссис Хатч составила 30% (федеральный налог и налог штата). Облагаемые налогом корпоративные облигации оказались предпочтительнее безналоговых муниципальных, потому что после уплаты налогов норма доходности по ним выше.

Обращаясь к портфелю, мы видим, что в него включены шесть облигаций, номинал каждой из которых составляет 50 000 долл. Каждый эмитент — высококлассная компания с крайне низкой вероятностью банкротства. Портфель диверсифицирован сразу по нескольким направлениям. Во-первых, он содержит ценные бумаги производственных, железнодорожных, финансовых компаний и фирм из сферы коммунальных услуг. Последние представлены облигациями "Пасифик утилитиз" и "Транс стейт телефон". Обе компании достаточно большие и надежные. Такими же характеристиками обладают и два производственных концерна — "Далстон энд компани" и "Мэриленд пасифик". "Бойз норзен" — железнодорожная компания, достигшая неплохих финансовых результатов, а "Урбан лайф" — страховая компания, отличающаяся высокой надежностью. Во-вторых, диверсифицированы и сроки погашения облигаций: 1993, 1995, 1996, 2011, 2019, 2025 гг. Облигации более коротких сроков действия по мере погашения обеспечат приток средств, и их курсы будут колебаться меньше, чем у долгосрочных обязательств. Портфель был диверсифицирован так, чтобы риск

потерь был минимален. Переведя свои средства из краткосрочных активов в облигации, миссис Хатч получила возможность существенно увеличить текущий доход, испытывая лишь незначительный рост риска.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Портфель представляет собой набор инвестиционных инструментов, собранных для достижения общей инвестиционной цели. Для создания эффективного портфеля инвестору необходимо определить набор целей. Портфель может быть ориентирован на долгосрочный прирост капитала или на получение текущего дохода и содержать один или более типов инвестиционных инструментов.
- Диверсификация портфеля означает различные независимые инвестиционные инструменты, это делается с целью минимизации риска, который может быть диверсифицируемым и недиверсифицируемым. Инвестор будет получать компенсацию только за недиверсифицируемый риск.
- Риск ценной бумаги как элемента портфеля ниже, чем взятой отдельно, в то время как ее доходность не зависит от формы хранения. Инвестиционный портфель может включать не только акции и облигации, но и опционы, товарные и финансовые фьючерсы, имущественные ценности, недвижимость, аннуитеты или вложения в партнерства с ограниченной ответственностью.
- В рамках традиционного подхода для портфеля выбираются ценные бумаги компаний из различных отраслей экономики. Управляющие портфелями такого типа часто вкладывают средства в большое количество фирм.
- Современная портфельная теория использует статистические показатели, такие, как корреляция доходности одной ценной бумаги с доходностью другой или с рынком в целом. Согласно этому подходу для выбора составляющих портфеля ключевым фактором является статистическая диверсификация, т.е. поиск ценных бумаг с отрицательной корреляцией доходности.
- Недиверсифицируемый риск ценной бумаги или портфеля измеряется с помощью коэффициента "бета". Он показывает относительную устойчивость величины доходности ценной бумаги или портфеля по сравнению с доходностью рыночного портфеля.
- Важным достижением современной портфельной теории является установление особого соотношения между недиверсифицируемым риском и доходностью инвестиций. С ростом риска инвестиционного портфеля доходность, которую он обеспечивает, также должна возрастать.
- Индивидуальный инвестор должен определять риск, который он согласен принимать на себя, использовать фактор "бета" для достижения диверсификации, соответствующей приемлемой для него степени риска, и изучать альтернативные возможности инвестиций. Последнее дает уве-

ренность в том, что выбранный портфель обеспечит наивысшую доходность для заданного приемлемого уровня риска.

- Чтобы определить стратегию управления портфелем, инвестору нужно учесть такие характеристики, как уровень и стабильность дохода, семейные факторы, собственный капитал, опыт и возраст, а также отношение к риску.
- После того как инвестор определил свои финансовые характеристики, он должен установить цели, которые будут достигаться с помощью портфеля: текущий доход, сохранение капитала, его рост, налоговые выгоды и уровень риска. Эти цели должны служить ориентирами при построении портфеля.
- Прежде чем приобретать конкретные ценные бумаги для своего портфеля, инвестору нужно разработать схему размещения активов, которая в соответствии с портфельными целями поможет разделить портфель между несколькими классами инструментов, такими, как акции, облигации, краткосрочные ценные бумаги и недвижимость.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Что такое портфель? Объясните, какой шаг при формировании жизнеспособного портфеля должен предпринять инвестор в первую очередь.
2. Дайте определение диверсификации, объясните, почему необходимо диверсифицировать портфель.
3. В чем заключается разница между двумя типами риска в портфеле? Что такое совокупный риск портфеля? Объясните.
4. Покажите на графике соотношение уровней риска портфеля: диверсифицируемого; недиверсифицируемого; совокупного в зависимости от количества ценных бумаг, входящих в него. Объясните значение этих соотношений для управления портфелем.
5. Какие факторы должны приниматься во внимание при определении оптимального количества ценных бумаг в портфеле? Объясните.
6. Дайте определение эффективного портфеля. Объясните, как вы будете действовать, чтобы его сформировать.
7. Сравните риск и доходность ценной бумаги, которой владеют как отдельным инструментом и как частью портфеля. Воздействует ли диверсификация на риск и доходность, и если да, то как?
8. Сравните и выделите различия традиционного подхода к управлению портфелем и современной портфельной теории.
9. Назовите три причины, по которым портфельные менеджеры, применяющие традиционный подход, предпочитают инвестировать в хорошо известные компании. Объясните каждую из них.
10. Дайте определение фактора "бета". Объясните, как с помощью фактора "бета" может быть измерен недиверсифицируемый риск портфеля. Приведите примеры.
11. Если портфель *A* имеет значение фактора "бета" +1,5, а портфель Z имеет значение фактора "бета" –1,5, то что показывают эти две величины? Если среднерыночная доходность возрастет на 20%, какое воздействие это окажет на доходность портфелей? Обоснуйте ответ.

12. Какие специфические методы может использовать инвестор в рамках общей портфельной стратегии? Объясните, как традиционный и современный подходы могут быть интегрированы.
13. Какую роль играют индивидуальные характеристики инвестора при определении его портфельных целей? Объясните.
14. Часто говорят, что портфель должен строиться в соответствии с личными потребностями. Согласны ли вы с этим утверждением? Объясните.
15. Опишите соотношение риска и доходности инвестиций в зависимости от возраста инвестора. Сравните типичные портфели следующих инвесторов: а) пенсионера, нуждающегося в средствах; б) обеспеченного опытного инвестора; в) молодого инвестора, имеющего надежную работу и не имеющего иждивенцев.
16. Коротко опишите возможные инвестиционные цели, которые рассматриваются при определении портфельной стратегии.
17. Что такое схема размещения активов? Какую роль она играет при построении инвестиционного портфеля?
18. Коротко опишите три вида размещения активов: а) размещение с фиксированной структурой; б) размещение с гибкой структурой; в) тактическое размещение.
19. Опишите процедуры, используемые при размещении активов. Какую роль в них должны играть фонды размещения активов?

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

16.1. Портфельные теории: традиционная и современная. Кто прав?

Уолт Дэвис и Шейн О'Брайен — управляющие местными отделениями корпорации "Ли". Когда-то они вместе начинали строить свою карьеру и на протяжении долгих лет остаются близкими друзьями. Уолту 33 года, и сейчас он живет в Ньюарке, шт. Нью-Джерси. Шейн на два года старше, он живет в Хьюстоне, шт. Техас. На последней конференции менеджеров друзья обсуждали различные деловые и личные проблемы, и как-то в разговоре всплыла тема инвестиций. Оба всегда были сторонниками рынка ценных бумаг, а теперь, достигнув определенной степени финансового благополучия, начали активно заниматься инвестициями. В ходе обсуждения Уолт заявил, что единственный путь инвестирования без риска для человека, не имеющего сотен тысяч долларов, — это покупка акций взаимного фонда, поскольку они содержат огромное число ценных бумаг ведущих фирм самых разных отраслей экономики. Он подчеркнул, что для обеспечения надежности необходимо иметь хорошо диверсифицированный портфель и только те, кто имеет много денег и времени, могут сами достичь необходимого уровня диверсификации. Однако эта проблема может быть легко решена через покупку акций взаимного фонда.

Шейн был абсолютно с этим не согласен: "Диверсификация! Кому она нужна?" Он доказывал, что лучше всего тщательно выбирать акции, которые имеют подходящие характеристики риска и доходности, а затем вложить все деньги в самый лучший вариант. В ответ на это заявление Уолт назвал его сумасшедшим: "Ты затеял опасную игру, а у тебя даже нет способа измерить риск". Шейн опять не согласился. Он объяснил, как его брокер познакомил его с мерой риска — фактором "бета". Шейн говорил, что, чем выше "бета", тем более рискованной будет ценная бумага и, таким образом, выше ее доходность. Рассматривая фактор "бета" для своих потенциальных инвестиционных инструментов, он может выбирать ценные бумаги, имеющие подходящий уровень риска. Шейн объяснил, что, имея такой параметр, как фактор "бета", нет необходимости диверсифицировать свои инвестиции. Нужно точно знать, какой уровень риска, отраженный в этом факторе, приемлем, а затем надеяться на лучшее. Спор продолжился заяв-

лением Уолта о том, что, хотя он ничего не знает о факторе "бета", он не считает, что можно безопасно инвестировать в акции одной компании. Шейн продолжал доказывать, что, по словам его брокера, "бета" может быть рассчитана не только для одной акции, но и для целого портфеля, как у взаимного фонда. «Какая разница между акцией, имеющей фактор "бета", равный, например, 1,2, и портфелем взаимного фонда с таким же значением фактора "бета"? Они имеют один и тот же риск и должны приносить одинаковый доход».

По мере продолжения дискуссии по поводу инвестиционных стратегий спорщики начали раздражаться. Никто не хотел уступить и признать правоту другого. Их голоса становились все громче, пока, наконец, не привлекли внимание стоявшего неподалеку Элмера Грина — вице-президента компании по финансовым вопросам. Он повернулся к спорящим и сказал, что услышал их рассуждения относительно инвестиций и думает, что если им нужна экспертиза по финансовым вопросам, то, пожалуй, он смог бы ее провести. Элмер попросил их объяснить суть дискуссии, и каждый пересказал ему свою точку зрения. Выслушав их, мистер Грин ответил: "Для каждого из вас у меня есть и хорошие, и плохие новости. Некоторая доля правды есть в словах каждого, но оба объяснения несвободны от заблуждений. Уолт тяготеет к традиционному подходу к управлению портфелем, а взгляды Шейна ближе к современной портфельной теории". Неожиданно их прервал президент компании, сказав, что ему нужно немедленно поговорить с Элмером. Уходя, Элмер предложил продолжить их разговор позже.

Вопросы

1. Проанализируйте аргументы Уолта и объясните, почему инвестиции взаимных фондов могут быть излишне диверсифицированны и почему не обязательно иметь сотни тысяч долларов для достижения адекватного уровня диверсификации.
2. Проанализируйте аргументы Шейна и объясните главную логическую ошибку в его рассуждениях относительно использования фактора "бета" как заменителя диверсификации. Объясните ключевое предположение, лежащее в основе использования фактора "бета" как меры риска.
3. Коротко опишите традиционный подход к управлению портфелем и сопоставьте его с подходами, которых придерживаются Уолт и Шейн.
4. Коротко опишите современную портфельную теорию и сравните ее с подходами, которых придерживаются Уолт и Шейн. Обязательно расскажите о диверсифицируемом, недиверсифицируемом и совокупном риске и о роли фактора "бета".
5. Объясните, как традиционная и современная портфельные теории могут быть интегрированы в рамках подхода к управлению портфелем, который мог бы быть полезен для индивидуального инвестора. Может ли это примирить Уолта и Шейна?

16.2. Портфель, унаследованный Сюзан Люсьер. Удовлетворяет ли он ее потребностям?

Сюзан Люсьер 35 лет, она разведена и сейчас работает в крупной нефтегазовой компании юрисконсультом по налогообложению. Она не имеет детей, ее должность и участие в доходах фирмы приносят около 70 000 долл. в год. Сюзан живет одна около года и находит свой новый образ жизни весьма привлекательным. Будучи экспертом в специальных вопросах налогообложения, она не боится потерять работу, уровень доходов ее устраивает, так как она может позволить себе купить все, что считает нужным. Жить сегодняшним днем, не заботясь о своей старости, которая еще слишком далека, чтобы обращать на нее внимание, — такова сегодня жизненная философия Сюзан.

Всего месяц назад Сюзан потеряла отца, погибшего в результате кораблекрушения. Двумя годами ранее он вышел на пенсию, жил в г. Сан-Джола в шт. Калифорния и много времени проводил в море. До этого он владел фирмой по производству детской одежды в шт. Южная Каролина, которую затем продал. Вырученные деньги он вложил в ценные бумаги, которые приносили ему около 30 тыс. долл. в год. В своем завещании, составленном несколько лет назад, отец передал Сюзан все свое состояние, которое, по-

ло инвестировать оставшиеся после уплаты налогов доходы в недвижимость, в участие в доходах нефтегазовых предприятий (товариществ) и/или в акции, имеющие высокий потенциал роста курсовой стоимости, что позволяло отсрочить налоговые выплаты. Очевидно, что ей необходимо сократить налогооблагаемый доход (Сюзан и так регулярно тратила весомую часть своих доходов на налоги). Она хотела бы, чтобы полученный портфель обеспечивал ей максимальный выигрыш. Наличные 10 000 долл., полученные по завещанию, оказались особенно полезны, когда пришлось заплатить комиссию брокеру за внесение корректировок в состав портфеля.

Вопросы

1. Кратко оцените финансовое положение Сюзан и определите цели портфеля, которые соответствуют ее потребностям.
2. Рассмотрите портфель, оставленный отцом Сюзан. Определите его цели и возможность их достижения. Используйте оценку общих издержек для описания схемы размещения активов, отраженной в портфеле. Дайте характеристики его доходности, рискованности и оцените влияние налоговых факторов.
3. Если Сюзан решит инвестировать в портфель, соответствующий ее потребностям (их мы определили при ответе на вопрос 1), опишите состав и пропорции ценных бумаг, которые вы могли бы ей предложить. Какая схема размещения активов следует из ваших рекомендаций? Рассмотрите характеристики доходности, рискованности и влияние налоговых факторов налогообложения.
4. Сравните состав портфеля ценных бумаг, унаследованного Сюзан (из ответа на вопрос 2), с тем, который, по вашему мнению, должен ей подходить (из ответа на вопрос 3).
5. Какие рекомендации вы могли бы дать Сюзан по поводу унаследованного ею портфеля? Объясните, какие шаги ей следует предпринять, чтобы приспособить портфель к своим требованиям.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Dame, Mark, and Stephen L. Kessler. "Portfolio Power". *Financial Planning*, May 1989, pp. 78—85.

Gannes, Stuart. "How You Can Future-Proof Your Nest Egg". *Fortune/ 1988 Investor's Guide*, pp. 31—38.

Goldinger, Jay. "The Portfolio Pros". *USAir*, November 1988, pp. 18—26.

Hedberg, Augustin. "Diversification: The Proven Way to Cut Risk and Protect Profits". *Money*, September 1988, pp. 62—72.

"How to Beat the Pros". *Changing Times*, May 1989, pp. 32—34.

Jacob, Rahul. "Five Investment Portfolios". *Fortune/1989 Investor's Guide*, pp.104—114.

Maturi, Richard J. "Add International Flair to Portfolio". New York Times News Service, reprinted in *Dayton, Inc., Dayton Daily News*, July 11, 1988, p. 14.

Reid, Jeanne L. "Choosing Tactics in the War Against Risk". *Money*, September 1988, pp. 83—88.

Wiles, Russ. "Birth of a Planned Portfolio". *Personal Investor*, January 1988, pp. 23—28.

Wiles, Russ. "Pillars of Strenght". *Personal Investor*, July 1988, pp. 46—53.

Глава 17
Мониторинг инвестиционного портфеля

Изучив эту главу, вы сможете:

- Рассказать об источниках необходимой информации, индексах эффективности инвестиций и технике измерения эффективности инвестиционных инструментов.
- Описать методы, используемые для сравнения достигнутого уровня эффективности инвестиций с поставленными целями.
- Понять технику, применяемую для измерения текущего дохода, прироста стоимости и совокупного дохода портфеля в сопоставлении с суммами, реально вложенными в портфель.
- Обобщить методы, используемые для оценки эффективности портфельных инвестиций относительно определенных стандартов; понять необходимость пересмотра состава портфеля и значение персональных компьютеров.
- Описать значение и логику планов: усреднения издержек, стабильного денежного измерения, постоянной и переменной структуры.
- Объяснить роль лимитного приказа и "стоп"-приказа в формировании временного графика инвестиций, в управлении ликвидностью и ключевые факторы определения момента продажи инвестиционных инструментов с целью получения максимальной прибыли.

Представьте себе, что одна из наиболее важных задач, стоящих перед вами, — за три года накопить 15 000 долл., чтобы иметь достаточно денег для покупки дома. По вашим оценкам, приглянувшийся дом будет стоить 100 000 долл. и 15 000 долл. хватит для уплаты 10%-го аванса и сопряженных издержек на заключение контракта *(closing costs)*. Ваши вычисления показывают, что эта цель может быть достигнута с помощью вложения имеющихся сбережений и дополнительных ежемесячных вложений в размере 200 долл. в течение ближайших трех лет в инструмент, приносящий 12% годовых. Прогноз ваших заработков на трехлетний период свидетельствует о том, что вы сможете откладывать 200 долл. в месяц. После обращения к консультанту по инвестициям Клифу Орбиту вы приходите к убеждению, что 12%-я доходность вложений может быть достигнута под его управлением.

На первый взгляд все просто: надо передать Клифу Орбиту свои сбережения и перечислять ему 200 долл. ежемесячно в течение ближайших 36 месяцев — и к окончанию этого периода у вас накопятся 15 000 долл., необходимые для уплаты за дом. Конечно, существует много факторов неопределенности, связанных с этим решением. Например, ваш доход может оказаться недостаточным для того, чтобы откладывать 200 долл. в месяц; или компании не удастся "заработать" необходимые 12% годовых; или приглянувшийся вам дом через три года будет стоить больше 100 000 долл. и т.д. Очевидно, что необходимо не просто разработать план, который представляется оптимальным для достижения будущей цели, но, периодически оценивая прогресс в продвижении к цели, можно увеличить шансы ее достижения. Например, если вы увидите, что ваш заработок недостаточен для того, чтобы позволить себе ежемесячно инвестировать 200 долл., то постарайтесь найти новую, более высокооплачиваемую работу; или если на ваши средства не был получен 12%-й доход, то найдите другого консультанта по инвестициям. По мере поступления информации о *фактических* результатах нужно сравнивать их с *запланированными* для внесения необходимых корректировок. Если подобные изменения не позволяют достичь цели, приходится корректировать саму цель или временной график ее достижения.

Последний и наиболее важный аспект индивидуальной инвестиционной деятельности включает непрерывный мониторинг и периодическую корректировку портфеля, что необходимо для устойчивого продвижения к выполнению финансовой задачи. Процесс мониторинга включает оценку фактических результатов, сопоставление их с запланированными, пересмотр и внесение необходимых изменений, а также определение времени корректировки с целью извлечения максимальной прибыли. Посмотрим, как это делается.

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Обычно инвестиционные инструменты подбираются для включения в портфель исходя из их ожидаемой доходности, сопряженных с этими инструментами рисков и определенных налоговых характеристик, которые могут сказаться на доходности. Поскольку фактические результаты не обязательно совпадают с ожидавшимися, мы должны измерять и сравнивать достигнутые показатели с запланированными. Особое внимание мы уделим разра-

ботке методов анализа инвестиционных результатов, а начнем с источников информации.

Получение необходимой информации

Первым шагом при анализе доходности инвестиций является сбор информации, отражающей реальные результаты, приносимые каждым из инструментов в портфеле. Как указано в гл. 3, выбор источников инвестиционной информации довольно широк. К примеру, публикации "Уолл-стрит джорнэл" и "Бэррон'з" содержат огромное количество данных, полезных для оценки инвестиционных результатов по ценным бумагам. Для мониторинга прибыльности инструментов, содержащихся в портфеле, используется та же самая информация, что и при принятии инвестиционных решений. Два ключевых фактора, которые нельзя упускать из виду, — это прибыль на инвестиции, а также активность в экономике в целом и на конкретных рынках.

Информация о доходности

Основой анализа доходности инвестиций является текущая рыночная информация. Многие издания приводят ежедневные котировки ценных бумаг, таких, как акции и облигации. Инвесторы часто ведут базу данных, где фиксируются как издержки каждой из инвестиционных операций, так и дивиденды, проценты и другие источники поступлений. Регулярно собирая информацию о ценах и доходностях, инвестор может создать постоянно обновляемую базу данных о ценовых колебаниях и накопленных доходах, которая может быть использована при анализе инвестиций. Инвесторам также следует отслеживать корпоративные доходы и дивиденды, поскольку они влияют на курс акций компаний. Два источника инвестиционного дохода — текущий доход и курсовая прибыль — должны, разумеется, рассматриваться вместе при определении совокупной доходности. Далее в этой главе для отдельных наиболее распространенных инвестиционных инструментов это сочетание будет проиллюстрировано с использованием аппарата гл. 5.

Экономическая и рыночная активность

Изменения, происходящие на отдельно взятом рынке и в экономике в целом, отражаются на доходности — как на уровне текущего дохода, так и на рыночной стоимости инвестиционных инструментов. Рациональный инвестор всегда будет в курсе и общенациональных, и локальных экономических событий. Отслеживая общеэкономические и рыночные изменения, инвестор сможет оценить их потенциальное воздействие на доходность отдельных инвестиций и портфеля в целом. К примеру, цены на недвижимость на локальных рынках подвержены воздействию таких региональных индикаторов, как уровень жилищного строительства, доходы и занятость, а также изменения местного законодательства. Более того, цены на недвижимость в большей степени реагируют на местные, чем на общенациональные, изменения экономической политики. Следовательно, рациональный инвестор, вкладывающий средства в недвижимость, должен быть в курсе и местных, и общенациональных событий.

Курсы акций подвержены воздействию общеэкономических факторов. Как мы указывали в гл. 3, аналитические материалы о развитии националь-

ной экономики часто имеются в региональных банках, а также публикуются многочисленными инвестиционными агентствами. Инвестор должен уметь определить взаимосвязь макроэкономических событий и доходности ценных бумаг в его портфеле. По мере изменения общеэкономических и локальных рыночных условий инвестор должен быть готов вносить в портфель изменения, адекватные новой обстановке. В результате информированный инвестор имеет больше возможностей для получения прибыли (или для предотвращения убытков).

Индексы эффективности инвестиций

Часто при оценке эффективности инвестиций целесообразно сравнивать реализованные инвестором доходности с соответствующими общерыночными показателями. Дадим краткий обзор ряда индексов, с которыми инвестор может сравнивать результаты своих инвестиционных операций. (Детальное обсуждение этих индексов содержится в гл. 3.) Список индексов, полезных для анализа обыкновенных акций, включает промышленную среднюю Доу Джонса, составной фондовый индекс "Стэндард энд пур'з 500" и составной индекс котировок Нью-Йоркской фондовой биржи.

Несмотря на широкое использование средней Доу Джонса в выпусках новостей, она *не считается* наиболее приемлемым сравнительным критерием динамики курсов акций. Это вызвано ее малой представительностью и тем, что она не охватывает многие категории акций. Например, такие компании, как *CBS*, "Доу кемикл", "К-Март" и "Квакер эутс", не включены в среднюю Доу Джонса. Если портфель инвестора составлен из широкого круга обыкновенных акций, то индекс *NYSE*, возможно, является более подходящим критерием. Этот индекс базируется на курсах акций, представляющих более 50% рыночной стоимости всех публично обращающихся акций в долларовом выражении. Его степень представительности в терминах рыночной стоимости в три раза выше, чем у средней Доу Джонса.

Наряду с этим существует ряд индикаторов для оценки общего состояния рынка облигаций. Они характеризуют либо ценовую динамику, либо доходность облигаций. Составная средняя курсов облигаций Доу Джонса является распространенной мерой динамики цен этих долговых инструментов и основана на курсах закрытия облигаций 10 коммунальных и 10 промышленных предприятий. Подобно котировкам облигаций этот индекс отражает средние процентные величины от номинала облигаций, по которым они продаются. Также имеются источники данных о доходностях облигаций, отражающие норму доходности, которую мог бы получить инвестор, купив облигацию сегодня и продержав ее до погашения. Например, "Бэррон'з" приводит эти данные для составных средних курсов облигаций Доу Джонса. Другие источники — это "Стэндард энд пур'з", "Муди'з инвестор сервисез" и ФРС. Наряду с составными имеются индексы цен и доходностей облигаций для их особых видов (промышленных, коммунальных и муниципальных). Кроме того, эти и другие индексы иногда приводятся в терминах *совокупного дохода*, т.е. ценовая динамика (курсовая прибыль или убыток) комбинируется с дивидендным (процентным) доходом. Подобные индексы существуют как для акций, так и для облигаций.

Есть еще несколько индексов, покрывающих включенные в листинги опционы и фьючерсы, однако не существует широко публикуемых индексов

для реальных активов, взаимных фондов и т.п. Нет также и общего индекса доходов от недвижимости. Подобные доходы, как правило, носят локальный характер, т.е. они заметно варьируют от региона к региону. К тому же подобные доходы определяются и видом недвижимости, являющейся объектом вложений. Например, стоимость фермерских земельных участков изменяется в зависимости от зарубежных инвестиций в них и цен на сельскохозяйственную продукцию. Таким образом, те, кто вкладывает средства в недвижимость, должны сравнивать свои результаты с результатами, полученными другими инвесторами в том же регионе. К тому же может оказаться разумным сравнение доходности операций с недвижимостью с индексом потребительских цен или индексом *NYSE*. Первый критерий удобен для оценки эффективности инвестиций как защиты от инфляции. Второй применяется для сравнения отдач на диверсифицированный портфель акций и инвестиций в недвижимость. Аналогичные подходы могут использоваться при оценке инвестиций в другие виды активов.

Измерение эффективности инвестиций

Для мониторинга инвестиционного портфеля необходима надежная техника единообразного измерения эффективности каждого из инвестиционных инструментов. В частности, показатель доходности за период владения *(HPR)*, впервые представленный в гл. 5 (и используемый в той или иной форме на протяжении всей книги для измерения ожидаемой доходности инвестиций), применяется также и для определения *фактических доходностей* акций, облигаций, реальных активов, вложений во взаимные фонды, недвижимость и других инвестиций. Инвестиционные вложения должны периодически, по меньшей мере раз в год, оцениваться. Вычисление показателя *HPR* — замечательный способ оценки динамики фактической доходности, поскольку он показывает *совокупный доход* и наиболее приемлем для отчетных периодов продолжительностью один год или менее. Совокупный доход в данном контексте включает как периодические денежные поступления от инвестиций, так и прирост (или снижение) цены, реализованный или нереализованный. Очевидно, что вычисление доходности для временных промежутков более года следует, как отмечено в гл. 5, проводить, применяя показатель внутренней нормы доходности, поскольку при этом принимается во внимание изменение стоимости денег во времени; норма доходности легко может быть оценена с помощью формулы *приблизительной доходности*. Так как в ходе последующего обсуждения мы сосредоточимся на оценке доходности в годовом интервале, в качестве ее меры будет использоваться показатель *HPR*. Формула для его вычисления, представленная в гл. 5, повторена ниже:

$$HPR = \frac{\text{Текущий доход + Прирост капитала (или убыток)}}{\text{Начальный объем инвестиций}}.$$

Акции и облигации

Существует ряд показателей для измерения доходности инвестиций в акции и облигации. Например, ставка дивиденда измеряет текущую годичную дивидендную доходность инвестиций в акцию. Она вычисляется с помощью деления суммы годового дивиденда по акции на ее цену. Эта мера доходности инвестиций обсуждалась в гл. 6. Показатели текущей и ожидаемой до-

ТАБЛИЦА 17.1 Вычисление *HPR* обыкновенных акций до налогообложения

Ценные бумаги: обыкновенные акции "Даллас нэшнл корпорейшн"
Дата приобретения: 1 мая 1989 г.
Стоимость приобретения: 27 312 долл.
Дата продажи: 7 мая 1990 г.
Поступления от продажи: 32 040 долл.
Полученные дивиденды
(за период с мая 1989 г. по май 1990 г.): 2000 долл.

$$HPR = \frac{2000\text{ долл.} + (32\,040\text{ долл.} - 27\,312\text{ долл.})}{27\,312\text{ долл.}} =$$

$$= +\underline{\underline{24{,}63\%}}.$$

ходности (доходности к погашению) по облигациям анализировались в гл. 9. Эти показатели доходности инвестиций включают разные компоненты дохода инвестора, но не отражают фактической совокупной доходности. Для ее измерения используется метод вычисления доходности за период владения. Совокупная доходность инвестиций в акции или облигации складывается из двух составляющих: текущего дохода (дивиденды или проценты) плюс прирост капитала или убытки. ***Показатель доходности за период владения (HPR) измеряет совокупную доходность (доход плюс изменение стоимости), фактически заработанную на какой-либо инвестиции за данный инвестиционный период.*** (В последующих примерах мы будем выбирать продолжительность этого периода, приблизительно равную одному году.)

Акции. Показатель *HPR* для обыкновенных и привилегированных акций включает как выплаченные дивиденды, так и изменения курса ценной бумаги за период обладания ею. Таблица 17.1 иллюстрирует вычисление этого показателя применительно к оценке фактической эффективности обыкновенной акции. Например, инвестор купил 1000 акций "Даллас нэшнл корпорейшн" в мае 1989 г., затратив 27 312 долл. (включая комиссионные). Акции были проданы через год после покупки за 32 040 долл. За время обладания акциями инвестор получил 2000 долл. в форме дивидендов. Кроме того, при продаже был реализован капитальный доход в размере 4728 долл. Таким образом, показатель *HPR* составил 24,63%.

Приведенный выше показатель *HPR* был рассчитан без учета подоходного налога, уплаченного на полученные дивиденды и реализованную курсовую прибыль. Поскольку многих инвесторов интересует доходность как до налогообложения, так и после уплаты налогов, имеет смысл рассчитать *HPR* после налогообложения. Для простоты предположим, что инвестор в этом примере уплачивает налоги (федеральный плюс налог штата) по 30%-й ставке; предположим, что аналогично федеральному закону штат также облагает капитальные доходы по полной ставке. Таким образом, дивидендный доход и курсовая прибыль этого инвестора облагаются по ставке 30%. Подоходный налог снижает дивидендную выручку до 1400 долл. [2000 долл. x (1 – 0,30)] и курсовую прибыль до 3310 долл. [(32 040 долл. –

ТАБЛИЦА 17.2 Вычисление *HPR* облигаций до налогообложения

Ценные бумаги: 10%-е облигации "Феникс брюин компани"
Дата приобретения: 2 июня 1989 г.
Стоимость приобретения: 10 000 долл.
Дата продажи: 5 июня 1990 г.
Поступления от продажи: 9704 долл.
Полученные процентные выплаты
(за период с июня 1989 г. по июнь 1990 г.): 1000 долл.

$$HPR = \frac{1000\text{ долл.} + (9704\text{ долл.} - 10\,000\text{ долл.})}{10\,000\text{ долл.}} =$$

$$= \underline{\underline{+7{,}04\%}}.$$

– 27 312 долл.) × (1 – 0,30)]. Следовательно, показатель *HPR* после уплаты налогов составляет 17,25%, что на 7,38% меньше *HPR* до уплаты налогов. Очевидно, что показатели *HPR* до и после уплаты налогов являются полезными измерителями доходности.

Облигации. Показатель *HPR* для инвестиций в облигации аналогичен применяемому для инвестиций в акции. Процедура вычисления имеет силу как для обыкновенных долговых обязательств, так и для конвертируемых выпусков и принимает во внимание два компонента: процентный доход и прирост капитала или убыток. Вычисление *HPR* для вложений в облигации проиллюстрировано в табл. 17.2. Инвестор купил облигации "Феникс брюин компани" за 10 000 долл., держал их в течение года и затем выручил от продажи 9704 долл. Помимо этого, за период обладания облигациями процентные поступления инвестора составили 1000 долл., а *HPR* инвестиций, таким образом, — 7,04%. Этот показатель ниже текущей доходности облигаций, равной 10% [1000 долл. (в форме процентных выплат) : 10 000 долл. (цена приобретения)], поскольку облигации были проданы с убытком. Если предположить, что взимается 30%-й налог, то *HPR* после уплаты налогов составит 4,93% {[(1 – 0,3) × 1000 долл.]+[(1 – 0,3) × (9704 долл. – 10 000 долл.)] : 10 000 долл.}, что примерно на 2% ниже, чем *HPR* до налогообложения.

Вложения во взаимные фонды

Есть два основных источника дохода от инвестиций во взаимные фонды: дивидендные поступления (включая все распределения прироста капитала) и изменения их стоимости. Базовое уравнение *HPR* для взаимных фондов идентично его форме для акций. В табл. 17.3 приводится вычисление *HPR* для взаимного фонда, работающего без комиссионных *(no-load mutual fund)*. Инвестор купил 1000 паев фонда в июле 1989 г. при чистой стоимости активов 10,4 долл. за пай. Поскольку комиссия не взимается, издержки инвестора составили 10 400 долл. В течение года взаимный фонд "Пиббл фоллс" распределил дивиденды от инвестиционного дохода в размере 270 долл. и

ТАБЛИЦА 17.3 Вычисление *HPR* вложений во взаимный фонд до налогообложения

Ценные бумаги: паи "Пиббл фоллс мьючюэл фанд"
Дата приобретения: 1 июля 1989 г.
Стоимость приобретения: 10 400 долл.
Дата продажи: 3 июля 1990 г.
Поступления от продажи: 10 790 долл.
Распределенные доходы (июль 1989 г. — июль 1990 г.):
Дивидендная часть инвестиционного дохода: 270 долл.
Дивиденды за счет прироста капитала: 320 долл.

$$HPR = \frac{(270\text{ долл.} + 320\text{ долл.}) + (10\,790\text{ долл.} - 10\,400\text{ долл.})}{10\,400\text{ долл.}} =$$

$$= +9{,}42\%.$$

дивиденды от прироста капитала в размере 320 долл. Инвестор изъял свои вложения из фонда (продал паи) при чистой стоимости активов 10,79 долл. за пай, реализовав при этом 10 790 долл. Как видно из табл. 17.3, *HPR* данного вложения до налогообложения составляет 9,42%. При 30%-м налоге показатель *HPR* после налогообложения будет равен 6,60% {[(1 – 0,3) × (270 долл. +320 долл.)]+[(1 – 0,3) × (10 790 долл. – 10 400 долл.)] : 10 400 долл.}, что примерно на 3% ниже, чем до налогообложения.

Недвижимость

Два главных компонента инвестиционного дохода от недвижимости — это ежегодный поток денежных поступлений после уплаты налогов и вероятное изменение стоимости имущества. (Развернутый анализ инвестиций в недвижимость содержится в гл. 14.)

Инвестор, приобретающий незастроенный участок земли, заинтересован только в увеличении его стоимости, поскольку обычно подобные инвестиции не приносят положительного потока денежных поступлений. Эксплуатационные издержки, сопряженные с инвестициями в незастроенный участок земли, могут включать налоги на собственность, специальные сборы (*assessments*) и, если используется внешнее финансирование, процентные выплаты. Как правило, инвестиционный доход от вложений в незастроенный участок реализуется при его продаже (*disposition*). **Реверсия** (*reversion*), или чистые поступления после уплаты налогов, полученные при реализации собственности, вычисляется с помощью вычитания из выручки от ее продажи всех сопряженных со сделкой издержек (комиссионных плюс расходы на заключение контракта) и всех выплат основной суммы долга по закладной, совершаемых при продаже, а также подоходных налогов, уплаченных с реализованного прироста капитала от продажи. Таким образом, реверсия представляет собой номинальные доходы от продажи собственности, которые инвестор получает после уплаты налогов. Доход, приносимый инвестициями в объекты недвижимости, выступает в двух формах — как ежегодный поток денежных поступлений после уплаты налогов и как реверсия. Ежегод-

Реверсия — *это чистые поступления после уплаты налогов, полученные при реализации собственности; вычисляется посредством вычитания из цены продажи всех сопряженных со сделкой издержек, выплат основной суммы долга по закладной и налогов.*

ТАБЛИЦА 17.4 Отчет о денежных поступлениях и налогах и вычисление *HPR* после уплаты налогов для "Мэйтленд эпатментс" (за прошедший год)

ОТЧЕТ О ПОТОКЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ, ПРИНОСИМЫХ ОБЪЕКТОМ НЕДВИЖИМОСТИ (в долл.)	
Потенциальный валовой рентный доход	51 000
Минус потери от несданных помещений и недобор платы	– 1 500
Эффективный валовой доход (*EGI*)	49 500
Минус совокупные эксплуатационные издержки	– 20 000
Чистый операционный доход (*NOI*)	29 500
Минус ипотечные выплаты	– 20 500
Доходы до уплаты налогов	9 000
Минус подоходный налог владельца (см. ниже)	– 2 250
Денежные поступления после уплаты налогов (*ATCF*)	6 750

ОТЧЕТ ОБ УПЛАТЕ ПОДОХОДНОГО НАЛОГА ВЛАДЕЛЬЦЕМ НЕДВИЖИМОСТИ (в долл.)	
Чистый операционный доход	29 500
Минус проценты	– 17 000
Минус амортизация	– 5 000
Облагаемый доход	7 500
Уплаченный подоходный налог (по ставке 30%)	2 250

ВЫЧИСЛЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЯ *HPR* ПОСЛЕ УПЛАТЫ НАЛОГОВ

$$HPR \text{ после уплаты налогов} = \frac{6750 \text{ долл.} + (110\,000 \text{ долл.} - 100\,000 \text{ долл.})}{100\,000 \text{ долл.}} = + 16{,}75\%.$$

ный поток денежных поступлений представлен главным образом рентными доходами за вычетом операционных издержек, выплат по закладной и подоходного налога. Другими словами, поток поступлений после уплаты налога — это чистый ежегодный доход, получаемый инвестором от сдаваемой в аренду собственности. При вычислении совокупного дохода инвестора от сдаваемой в аренду недвижимости суммируются и ежегодные поступления после налогообложения, и реверсия.

Для иллюстрации определения инвестиционного дохода от недвижимости в табл. 17.4 приведено вычисление *HPR* после уплаты налогов для сдаваемого в аренду жилья. (*Примечание.* Вследствие более сложной процедуры налогообложения недвижимости проиллюстрировано только вычисление *HPR* после уплаты налогов.) "Мэйтленд эпатментс" были приобретены год назад за 100 000 долл. из собственных средств миссис Пруденс Цвик, которая платит налог по 30%-й ставке. Если она сегодня продаст свою собственность, то после вычета всех расходов по продаже, номинальной стоимости закладной и налогов реализует реверсию в размере 110 000 долл. Анализ *HPR* (табл. 17.4) содержит соответствующий отчет о потоке денежных поступлений, налоговую

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

Портфельная диверсификация с использованием нестандартных инструментов

Некоторые финансовые менеджеры давно пришли к выводу, что, чем более диверсифицирован портфель, тем лучше.

Устаревшие методы перемещения денег между традиционными фондовыми, облигационными и денежными рынками — не для них. Они размещают инвестиционные ресурсы клиентов в десятки различных финансовых инструментов — от операций с акциями поглощаемых фирм до иностранных валют и товарных фьючерсов.

Менеджеры говорят, что они лишь стараются снизить риск для инвесторов, но критики полагают, что они "слишком увлеклись".

"Этот способ диверсификации — знамение будущего", — говорит восхищенный Морт Барац, редактор издания "Менеджед экаунт рипортс" (*Columbia, Md.*).

"Это великая маркетинговая идея, жизнь которой, возможно, продлится в течение примерно 18 месяцев", — надсмехается Роберт Стовалл, президент нью-йоркской финансовой компании "Стовелл/Твенти-ферст эдвайзерз инк."

В настоящее время существует несколько товариществ с ограниченной ответственностью, предназначенных для состоятельных инвесторов, и один оффшорный взаимный фонд, использующий целую гамму нетрадиционных направлений инвестиций, каждое из которых управляется специалистом в соответствующей области.

Смысл такого подхода прост: уменьшая вероятность потенциальных неудач на отдельно взятом участке рынка инвестиций, инвесторы смогут заработать данный доход при меньшем риске.

Некоторые называют подобный подход к формированию портфеля естественной прогрессией. Исследования давно показали, что хранение в портфеле акций и облигаций снижает риск, а консервативные менеджеры добавляют в портфель эквивалент наличности, например казначейские векселя. Кроме того, профессор Гарвардского университета в области финансов Джон Линтнер доказал, что портфель может принести большую совокупную доходность при том же уровне риска за счет включения в него товарных фьючерсов — контрактов на покупку или продажу определенного товара.

Некоторые нетрадиционные портфели в настоящее время используют: "конвертируемое хеджирование", т.е. операции с акциями, конвертируемыми облигациями и варрантами одной и той же компании; "короткую" продажу, когда взятая в долг акция продается в надежде на падение ее цены; операции с высокодоходными "бросовыми" облигациями и ценными бумагами компаний, в отношении которых возбуждено дело о банкротстве.

Мистер Стовелл скептичен. Жажда портфельной диверсификации, по его мнению, напоминает созданные поклонниками Джимми Линга конгломераты 60-х годов, которые были хороши всем, кроме того, что ими невозможно было управлять вследствие их разнородности.

ведомость собственника за год владения недвижимостью и вычисление *HPR*. Миссис Цвик получила 6750 долл. дохода после уплаты налогов и 10 000 долл. (110 000 долл. — 100 000 долл.) в форме прироста капитала, что дало показатель *HPR* после уплаты налогов, равный 16,75%. Проиллюстрированное выше вычисление является весьма полезной аналитической процедурой для инвестора, желающего сравнить доходность ценных бумаг с доходностью вложений в недвижимость и другие объекты собственности.

Но два фанатичных практика — Генри Свиека и Гленн Дабин из нью-йоркской компании "Ширсон, Леман, Хаттон инк." — думают иначе. Они выросли вместе в районе Вашингтон-хайтс Верхнего Манхэттена; им чуть больше 30 лет; они оба являются первыми вице-президентами своей компании, где организовали консультационное подразделение, которое занимается поиском менеджеров и анализом портфелей инвесторов, желающих "усидеть на нескольких стульях".

При инвестировании Свиек и Дабин исходят из некоторых предпосылок: каждый консультант по инвестициям может "процветать" только на определенных секторах рынка; ни один из них не может преуспевать на всех рынках сразу; менеджер должен обладать хорошим послужным списком в определенной сфере инвестиционной деятельности.

По словам мистера Свиека, он и его коллега занимаются поиском инвестиционных секторов, доходы которых не коррелируются. Когда в одном из секторов дела обстоят хорошо, другие могут находиться в стагнации. Следовательно, общий риск снижается.

Эти двое в августе (1988 г.) организовали оффшорный взаимный фонд, названный "Оверлук пифоменс фанд", недоступный для американских инвесторов. Фонд работает в 12 секторах, и более 52% из более чем 55 млн. долл. его активов инвестированы на фьючерсном и опционном рынках. К концу марта фонд вырос по сравнению с моментом своего появления на 10,7% (после вычета всех комиссионных), тогда как индекс *S&P* 500 увеличился на 12,3%.

"Хотя наши результаты за этот период примерно соответствуют индексу *S&P*, — отмечает мистер Дабин, — интенсивность колебаний стоимости портфеля составила порядка одной трети от аналогичного показателя индекса". Поскольку первые шесть месяцев жизни фонда были ознаменованы ростом курсов ценных бумаг, этот период не может служить хорошей проверкой диверсификации.

Фонд был зарегистрирован как оффшорный из-за законодательных сложностей, связанных с разрешением оперировать одновременно и акциями, и фьючерсными контрактами.

Господа Дабин и Свиека строго контролировали деятельность своих менеджеров. Если стоимость торгового портфеля снижалась на заранее установленную величину, то они немедленно прекращали операции. К примеру, в марте они уволили консультанта в сфере товарных операций. Он был ответствен за 20%-е потери сектора в связи с тем, что сосредоточил свои усилия на слишком узком круге товаров, что, по мнению Дабина и Свиеки, чересчур рискованно.

Разумеется, подобные услуги не бесплатны. Фонд берет ежегодные управленческие комиссионные в размере 2% чистых активов. К тому же менеджеры получают премиальные в интервале от 0 до 33% операционной прибыли. Некоторые менеджеры по активам с фиксированным доходом получают не премиальные, а дополнительное вознаграждение за управление активами.

Роберт Гордон, президент "Твенти-ферст секьюритиз корп.", говорит: "Умелое размещение ресурсов в самые разнообразные сферы, возможно, не принесет инвестору ощутимых потерь, но и вряд ли принесет большую прибыль".

Источник: Stanley W. Angrist, "Variety Spices up More Portfolios", *The Wall Street Journal*, May 2, 1989, p. C1.

Другие инвестиционные инструменты

Единственным источником дохода от других инвестиционных инструментов (таких, как опционы, товарные ценности, финансовые фьючерсы и реальные активы) является рост их стоимости. Как отмечено во вставке "Проницательному инвестору", портфель может быть диверсифицирован за счет включения в него нетрадиционных инструментов наряду с традиционными,

такими, как акции, облигации, вложения во взаимные фонды и недвижимость. Например, для вычисления показателя доходности за период владения применительно к инвестициям в золото используется базовая формула *HPR* (разумеется, исключая текущий доход). Если инвестор купил 10 унций золота по цене 245 долл. за унцию и продал его через год по цене 500 долл. за унцию, то доходность за период хранения до налогообложения составит 17,65%. Это просто разница между поступлениями от продажи (5000 долл.) и издержками (4250 долл.), деленная на эти издержки. При 30%-й ставке налога показатель *HPR* после уплаты налога составит 12,35% (доход после уплаты налога в размере 525 долл. (750 долл. — 0,30 × 750 долл.), деленный на издержки (4250 долл.)). Показатель *HPR* для опционов, товаров и финансовых фьючерсов вычисляется аналогичным образом. Поскольку доход выступает только в форме прироста капитала, анализ *HPR* может применяться к любым инвестиционным вложениям как до, так и после уплаты налогов. (Та же базовая процедура будет использоваться для ценных бумаг при их "короткой" продаже, т.е. продаже бумаг, которых нет в наличии, за счет их заимствования у брокера.)

Сравнение инвестиционных целей и полученных результатов

После вычисления показателя *HPR* (или доходности) инвестиций инвестор должен сравнить его со своими инвестиционными целями. Отслеживание эффективности отдельных инвестиций посредством периодического вычисления их доходности поможет вам принять решение о том, какие из активов надо продолжать держать, а какие, возможно, стали "кандидатами на продажу". Инвестиционный инструмент очевидным образом претендует на продажу, если: 1) его эффективность оказалась ниже ожидаемой и реальные изменения к лучшему не прогнозируются; 2) он выполнил поставленные перед ним задачи; 3) в настоящее время имеются более привлекательные возможности использования ваших средств (лучшие инвестиционные варианты).

Сравнение риска и доходности

В этой книге мы уделяли много внимания основополагающей проблеме выбора между инвестиционным риском и доходностью. Суть выбора заключается в следующем: для получения большей доходности необходимо принять на себя больший риск. Риск — это вероятность того, что фактический инвестиционный доход окажется ниже ожидаемого. При анализе инвестиций ключевой вопрос таков: соответствует ли реализуемая доходность тому уровню инвестиционного риска, который я принял на себя?

Инвестиции в негосударственные ценные бумаги и в имущественные объекты по своей природе являются более рискованными, чем в облигации правительства США или застрахованные счета денежного рынка. Это означает, что рациональный инвестор будет инвестировать в рискованные инструменты *только тогда, когда ожидаемая норма доходности по ним в достаточной степени превышает ту, которая может быть получена от малорискованных вложений.* Таким образом, при анализе инвестиционных доходностей одной из отправных точек их оценки является норма доходности инвестиций с низким уровнем риска. Если чьи-либо рискованные инвестиции не принесли более высокой доходности, чем малорискованные, требуется вни-

мательная проверка инвестиционной стратегии. Получение от рискованных инвестиционных вложений более высокого дохода, чем от гарантированных, свидетельствует о принятии инвестором на себя дополнительного риска.

Изолирование проблемных инвестиций

Проблемная инвестиция — *это вложение, которое не оправдало ожиданий.*

Проблемная инвестиция — это вложение, которое не оправдало ожиданий. Это может быть ситуация, связанная с убытками, или инструмент, который принес меньше доходов, чем ожидал инвестор. Многие инвесторы стараются забыть о проблемных ситуациях, надеясь, что проблема решится сама собой. Это явная ошибка. Проблемные инвестиции требуют не игнорирования, а немедленного реагирования. Анализируя проблемное вложение, инвестор должен решить, оставить его или продать, смириться с убытками и выйти из игры или ждать и надеяться на лучший вариант. Это ключевой вопрос. Некоторые инвесторы не любят получать убытки от своих вложений. Они держат неудачные инвестиции в надежде, что те в конечном счете при продаже принесут прибыль. Подобная стратегия может привести к формированию портфеля, состоящего из низкоэффективных активов.

Наилучший вариант хранения активов в портфеле — периодический анализ каждого направления вложений. Нужно рассматривать два вопроса по отношению к любому из них. Во-первых, соответствуют ли результаты тому, что ожидалось? Во-вторых, если бы этого инструмента на текущий момент в портфеле не было, купили бы вы его сегодня для включения в портфель? Если ответы на оба вопроса отрицательны, данный актив, по всей видимости, должен быть продан. Отрицательный ответ на один из вопросов является поводом для включения актива в "проблемный список", который должен находиться под постоянным контролем. В общем, управление инвестиционным портфелем требует постоянного внимания и анализа для обеспечения наилучших из возможных результатов, при этом проблемные инвестиции нуждаются в особом внимании.

Скорректированная с учетом риска и среднерыночных показателей норма доходности

До сих пор наше изложение было сосредоточено на вычислении нормы доходности для каждого из многих видов инвестиционных инструментов. Теперь мы обратимся к скорректированной с учетом риска и среднерыночных показателей норме доходности. Этот метод оценки эффективности инвестиций наиболее пригоден для обыкновенных акций и составленных из них портфелей.

Скорректированная с учетом риска и среднерыночных показателей норма доходности (RAR)

Эта норма доходности, для краткости именуемая *RAR*, схожа со стоимостью работающих активов *(САРМ)*, которую мы рассматривали в гл. 5, поскольку также опирается на фактор "бета" и представительный индекс рынка. Она предоставляет инвестору инструментарий для оценки инвестиционных результатов без влияния на портфель общерыночной динамики. Например, если доходность портфеля инвестора в текущем году на 15% превышает

прошлогоднюю, то этот уровень отдачи не является адекватным сравнительным критерием портфельной доходности. Отдельно взятый, т.е. "голый" *(raw)*, показатель доходности требует дальнейшего анализа, поскольку инвестору необходимо знать, какова эффективность портфеля ***в сравнении с другими портфелями аналогичного уровня риска и с рынком в целом.***

Для проведения измерений портфельных доходностей требуется вычислить скорректированную с учетом риска и среднерыночных показателей норму доходности — *RAR.* Соответствующая формула определения *RAR* за данный период такова:

$$RAR = \text{Доходность ценной бумаги или портфеля} - \left[\text{Безрисковая ставка процента} + \text{"Бета" ценной бумаги или портфеля} \times \left(\text{Темп прироста представительного рыночного индекса} - \text{Безрисковая ставка процента}\right)\right].$$

(*Примечание.* Все переменные измерены на один момент времени.)

Доходность ценной бумаги или портфеля представлена показателем *HPR.* "Бета" ценной бумаги или портфеля вычисляется в соответствии с изложенной в предыдущих главах процедурой. Темп прироста рыночного индекса является совокупной доходностью (дивиденды плюс изменение цены), которая могла бы быть заработана инвестором, если бы он инвестировал в "рыночный" портфель. Для представления "рыночного" портфеля часто используются составные индексы *S&P 500* и Нью-Йоркской фондовой биржи.

Скорректированная с учетом риска и рыночных показателей норма доходности (*RAR*) — *это доходность ценной бумаги или портфеля, после того как были устранены эффекты уровня риска и общерыночных флуктуаций.*

В принципе **скорректированная с учетом риска и рыночных показателей норма доходности (*RAR*)** — это доходность, принесенная ценной бумагой или портфелем, после того как были устранены эффекты уровня рискованности и общерыночных колебаний. Например, если портфель принес 16%-ю отдачу при том, что безрисковая ставка процента равнялась 7%, "бета" портфеля составляла 1,5, а доходность рыночного портфеля — 13%, тогда показатель *RAR* этого портфеля равен нулю: 16% − [7% + 1,5 × (13% − − 7%)]. На основании этих вычислений мы можем видеть, что результаты портфеля соответствуют ожиданиям. Если акция или портфель характеризуются положительным значением *RAR,* то можно сказать, что они в целом "переиграли" рынок. Наоборот, отрицательное значение *RAR* свидетельствует о сравнительно низкой эффективности по отношению к рынку. Таким образом, показатель *RAR* является полезным инструментом оценки ***сравнительной*** эффективности ценной бумаги или портфеля.

Пример: акция

В табл. 17.5 представлен анализ *RAR* для отдельной акции. Акция, "бета" которой составляет 0,93, находилась в портфеле в течение года и принесла за этот период 16,63%. Для сравнения: портфель, составленный из ценных бумаг в тех же пропорциях, в которых они входят в индекс *NYSE,* за тот же период принес бы 18,76%. Применяя уравнение для вычисления *RAR,* находим, что этот показатель для акции за рассматриваемый период равен −1,52%. Ценная бумага была менее эффективна, чем рынок, принеся за отчетный период примерно на 1,5% меньше, чем ожидалось. Очевидно, что эта акция — кандидат на замену.

ТАБЛИЦА 17.5 Анализ доходности обыкновенной акции, скорректированной с учетом риска и доходности рыночного портфеля

Ценная бумага: обыкновенная акция "Дженероус моторс"
Период владения: 20 июня 1989 г. — 1 июля 1990 г.
Доходность за период владения: +16,63%
Безрисковая ставка процента: 10%
"Бета" акции на 1 мая 1989 г.: 0,93
Темп роста индекса *NYSE* (1 июля 1989 г. — 30 июня 1990 г.): 18,76%

$$RAR = 16{,}63\% - \{10\% + [0{,}93 \times (18{,}76\% - 10\%)]\} =$$
$$= 16{,}63\% - 18{,}15\% =$$
$$= \underline{\underline{-1{,}52\%}}$$

Пример: портфель

В гл. 16 мы говорили о том, что показатель "бета" более полезен для стратегических решений, связанных с портфельными инвестициями, чем для решений по отдельным акциям. Это связано с тем, что меньшая доля колебаний курса акции относится к недиверсифицируемому риску. Как правило, примерно 90% изменчивости диверсифицированного портфеля происходит вследствие общих для всего фондового рынка колебаний. Таким образом, анализ *RAR*, будучи полезен и для отдельных акций, намного более результативен при исследовании портфельной доходности. Взаимные фонды, безусловно, представляют собой портфели акций и облигаций, следовательно, анализ *RAR* особенно уместен при изучении доходности вложений во взаимные фонды. "Бета" и доходы взаимных фондов легкодоступны и вычисляемы. Целый ряд изданий периодически приводит как относительные колебания чистой стоимости активов (*NAV*) фондов, так и их дивидендные выплаты. Анализ *RAR* с применением этой исходной информации может быть использован для ранжирования сравнительной эффективности деятельности инвестиционных менеджеров взаимных фондов. Пример анализа *RAR* взаимного фонда приведен в табл. 17.6.

Фонд "Мейзи энд блю" ориентирован на рост и рискованнее среднего уровня, о чем свидетельствует его фактор "бета", равный 1,33. Отчетный период составил немногим больше одного года: с 1 мая 1989 г. по 4 мая 1990 г. За этот период фонд выплачивал 0,40 долл. на пай в качестве дивиденда на инвестиционный доход и 1,40 долл. на пай в качестве дивиденда на прирост капитала. Чистая стоимость активов фонда возросла с 24,12 до 26,41 долл. на пай. Показатель *HPR* этого фонда до налогообложения составляет 16,96%. В ходе *RAR*-анализа выяснилось, что доходность вложений в фонд с учетом риска и рыночных критериев равна 2,59%. Положительный показатель *RAR* свидетельствует о большей, чем можно было бы ожидать, эффективности инвестиций. Действительно, взаимный фонд, менеджмент которого устойчиво достигает положительного уровня *RAR*, является отличным вариантом инвестирования.

ТАБЛИЦА 17.6 Анализ *RAR* для вложения во взаимный фонд

Ценная бумага: пай взаимного фонда "Мейзи энд блю"
Период владения: 1 мая 1989 г. — 4 мая 1990 г.
NAV на 1 мая 1989 г.: 24,12 долл.
NAV на 4 мая 1990 г.: 26,41 долл.
Выплаченные бонусы (май 1989 г. — май 1990 г.):
Дивиденды на инвестиционный доход: 0,40 долл. на пай
Дивиденды на прирост капитала: 1,40 долл. на пай
Безрисковая ставка процента: 8
"Бета" фонда на 1 мая 1989 г.: 1,33
Темп прироста индекса *NYSE* (1 мая 1989 г. — 30 апреля 1990 г.): 12,79%

ДОХОДНОСТЬ ЗА ПЕРИОД ВЛАДЕНИЯ

$$HPR = \frac{(0{,}40 \text{ долл.} + 1{,}40 \text{ долл.}) + (26{,}41 \text{ долл.} - 24{,}12 \text{ долл.})}{24{,}12 \text{ долл.}} = +16{,}96\%.$$

СКОРРЕКТИРОВАННАЯ С УЧЕТОМ РИСКА И СРЕДНЕРЫНОЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НОРМА ДОХОДНОСТИ

$$RAR = 16{,}96\% - \{8\% + [1{,}33 \times (12{,}79\% - 8\%)]\} = 16{,}96\% - 14{,}37\% = +2{,}59\%.$$

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПОРТФЕЛЯ

Процедуры оценки эффективности портфеля основаны на многих концепциях, представленных ранее в этой главе. Здесь мы обратим внимание на процесс оценки эффективности портфеля, рассматривая гипотетический портфель ценных бумаг на однолетнем промежутке времени. Метод *HPR* является важной частью процесса оценки.

Измерение доходности портфеля

В табл. 17.7 представлен инвестиционный портфель Роберта К. Хесуэя на 1 января 1990 г. Мистеру Хесуэю 50 лет, он вдовец, а его дети живут отдельно. Его доход составляет 60 тыс. долл. в год, а главная инвестиционная цель — долгосрочный рост вложений при умеренном дивидендном доходе. Он выбирает акции, руководствуясь двумя критериями: качеством и потенциалом роста. На 1 января 1990 г. его портфель состоял из 10 выпусков, и все — хорошего качества. Выбор мистера Хесуэя оказался удачным, поскольку нереализованное увеличение стоимости портфеля составило примерно 74 тыс. долл. В 1990 г. он решил внести в портфель изменения. 7 мая он продал 1000 акций "Даллас нэшнл" за 32 040 долл. Доходность за период владения этой бумагой уже рассматривалась в данной главе (см. табл. 17.1). Используя поступления от продажи, мистер Хесуэй 10 мая до-

ТАБЛИЦА 17.7 **Портфель Роберта К. Хесуэя (на 1 января 1990 г.)**

Число акций	Компания	Дата приобретения	Издержки (включая комиссионные) (в долл.)	Цена приобретения акции (в долл.)	Курс акции (в долл.)	Текущая стоимость (в долл.)
1000	"Бэнкорп уэст, инк."	16.01.88	21 610	21,61	30	30 000
1000	"Даллас нэшнл корпорейшн"	01.05.89	27 312	27,31	29	29 000
1000	"Дэйтор компаниз, инк."	13.04.84	13 704	13,70	27	27 000
500	"Экселсиор индастриз"	16.08.87	40 571	81,14	54	27 000
1000	"Флорида саускост бэнкс"	16.12.87	17 460	17,46	30	30 000
1000	"Мэриленд-пасифик"	27.09.87	22 540	22,54	26	26 000
1000	"Моронсон"	27.02.87	19 100	19,10	47	47 000
500	"Норсуэст майнинг энд мфг."	17.04.88	25 504	51,00	62	31 000
1000	"Роулэнд петролеум"	12.03.88	24 903	24,90	30	30 000
1000	"Ворнокс"	16.04.88	37 120	37,12	47	47 000
	Итого		249 824			324 000

полнительно приобрел 1000 акций "Флорида саускост бэнкс". Он пошел на эту замену, поскольку считал, что перспективы банковского холдинга Флориды лучше, чем у "Даллас нэшнл", техасского банковского холдинга, так как "Флорида саускост" расположен в одном из наиболее быстроразвивающихся регионов страны.

Измерение объема инвестированных средств

Каждому инвестору можно дать хороший совет — периодически составлять реестр своих вложений, как это сделано в табл. 17.7. В таблице приведены число акций, дата покупки, издержки приобретения и текущая стоимость каждого из выпусков. Эти данные являются подспорьем в непрерывном процессе формулировки стратегических решений; информация о затратах, к примеру, используется для определения объема инвестированных средств. Портфель мистера Хесуэя не использует "рычага" инвестиционного счета. Если бы это имело место, все вычисления доходности должны были бы исходить из собственных средств инвестора. (Вспомним из гл. 2, что собственные средства инвестора равны совокупной стоимости ценных бумаг на счете за вычетом всей задолженности под залог ценных бумаг.)

Для измерения доходности инвестированного господином Хесуэем капитала мы должны провести анализ доходности за однолетний период. На 1 января 1990 г. инвестированный капитал составлял 324 000 долл. Дополнительных вливаний капитала в 1990 г. не делалось, хотя одна из акций "Даллас нэшнл" была продана, а поступления были использованы на покупку другой ("Флорида саускост бэнкс").

Измерение дохода

Существует два источника поступлений от портфеля ценных бумаг — текущий доход и прирост стоимости. Текущий доход реализуется в форме дивидендов. Портфель облигаций приносит текущий доход в форме процентов. Инвесторы должны декларировать дивидендные и процентные доходы, об-

ТАБЛИЦА 17.8 **Дивидендный доход портфеля Роберта К. Хесуэя (за 1990 календарный год)**

Число акций	Компания	Годовой дивиденд на акцию (в долл.)	Полученные дивиденды (в долл.)
1000	"Бэнкорп уэст, инк."	1,20	1 200
1000	"Даллас нэшнл корпорейшн"*	1,80	900
1000	"Дэйтор компаниз, инк."	1,12	1 120
500	"Экселсиор индастриз"	2,00	1 000
2000	"Флорида саускост бэнкс"**	1,28	1 920
1000	"Мэриленд-пасифик"	1,10	1 100
1000	"Моронсон"	—	—
500	"Норсуэст майнинг энд мфг."	2,05	1 025
1000	"Роулэнд петролеум"	1,20	1 200
1000	"Ворнокс"	1,47	1 470
	Итого		10 935

* Проданы 7 мая 1990 г.
** 1000 акций приобретены 10 мая 1990 г.

лагаемые федеральным налогом и налогами штатов. От компаний требуется предоставление держателям их акций и облигаций отчета о доходах (форма 1099-*DIV* для дивидендов и форма 1099-*INT* для процентов). Многие инвесторы ведут реестр для отслеживания дивидендных и процентных доходов по мере их поступления. В табл. 17.8 представлены дивиденды, полученные мистером Хесуэем за 1990 г. Он дважды получил квартальные дивиденды по 0,45 долл. на акцию "Даллас нэшнл" до ее продажи и дважды получил квартальные дивиденды по 0,32 долл. на акцию по дополнительно приобретенным бумагам "Флорида саускост бэнкс". Суммарные дивидендные поступления в 1990 г. составили 10 935 долл.

Измерение прироста капитала

Анализ нереализованной курсовой прибыли всех выпусков данного портфеля содержится в табл. 17.9. Для каждого из выпусков, кроме дополнительно приобретенных акций "Флорида саускост бэнкс", дана стоимость на 1 января 1990 г. и на 31 декабря 1990 г. Величины, приведенные для "Флорида саускост бэнкс", отражают тот факт, что 10 мая 1990 г. было дополнительно приобретено 1000 акций на сумму 32 040 долл. Как видно из таблицы, стоимость портфеля на начало года составляла 327 040 долл. (включая дополнительные акции "Флорида саускост бэнкс" на дату покупки), а на конец года равнялась 356 000 долл. За 1990 г. стоимость портфеля возросла на 8,9%, или на 28 960 долл. в форме нереализованной курсовой прибыли. К тому же владелец портфеля реализовал курсовую разницу в 1990 г., продав бумаги "Даллас нэшнл". С 1 января 1990 г. и до момента продажи 7 мая 1990 г. вложение выросло в цене с 29 000 до 32 040 долл. Это была единственная операция продажи в 1990 г.; таким образом, суммарный объем реализованного прироста курсовой стоимости составил 3040 долл. В течение

ТАБЛИЦА 17.9 Нереализованный прирост стоимости портфеля Роберта К. Хесуэя (1 января 1990 г. — 31 декабря 1990 г.)

Число акций	Компания	Рыночная стоимость (на 01.01.90 г.) (в долл.)	Рыночная цена акции (на 31.12.90 г.) (в долл.)	Рыночная стоимость (на 31.12.90 г.) (в долл.)	Нереализованная курсовая прибыль (убыток) (в долл.)	Изменение (в %)
1000	"Бэнкорп уэст, инк."	30 000	27	27 000	(3 000)	-10,0
1000	"Дейтор компаниз, инк."	27 000	36	36 000	9 000	+33,3
500	"Экселсиор индастриз"	27 000	66	33 000	6 000	+22,2
2000	"Флорида саускост бэнкс"*	62 040	35	70 000	7 960	+12,8
1000	"Мэриленд-пасифик"	26 000	26	26 000	—	—
1000	"Моронсон"	47 000	55	55 000	8 000	+17,0
500	"Норсуэст майнинг энд мфг."	31 000	60	30 000	(1 000)	- 3,2
1000	"Роулэнд петролеум"	30 000	36	36 000	6 000	+20,0
1000	"Ворнокс"	47 000	43	43 000	(4 000)	- 8,5
	Итого	327 040**		356 000	28 960	+ 8,9

* 10 мая 1990 г. приобретена дополнительно 1000 акций за 32 040 долл. Приведенная величина равна издержкам плюс рыночная стоимость ранее входивших в состав портфеля акций на 1 января 1990 г.

** Эта сумма включает рыночную стоимость портфеля на 1 января 1990 г. (324 000 долл.) (из табл. 17.7) плюс 3040 долл. — *реализованный* доход от продажи акций "Даллас нэшнл корпорейшн" 7 мая 1990 г. Включение реализованной курсовой прибыли в итоговую величину необходимо для вычисления *нереализованной* курсовой прибыли портфеля за 1990 г.

1990 г. реализованный прирост капитала портфеля равнялся 3040 долл., а нереализованный — 28 960 долл., т.е. общее приращение капитала составило 32 000 долл. Иными словами, поскольку в течение года капитал не добавлялся в портфель и не изымался из него, совокупный прирост стоимости — это просто разность между рыночной стоимостью портфеля на конец года (356 000 долл. согласно табл. 17.9) и на начало года (324 000 долл. согласно табл. 17.7). Эта величина равна 32 000 долл., из которой только 3040 долл. с точки зрения налогообложения считаются реализованными доходами.

Измерение доходности портфеля за период владения

Для измерения совокупной доходности портфеля Хесуэя за 1990 г. используется показатель *HPR*. Базовая формула для однолетнего периода такова:

$$HPR\ \text{портфеля} = \frac{\begin{matrix}\text{Полученные}\\ \text{дивиденды}\\ \text{и проценты}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Реализованная}\\ \text{курсовая}\\ \text{прибыль}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Нереализованная}\\ \text{курсовая}\\ \text{прибыль}\end{matrix}}{\begin{matrix}\text{Начальные}\\ \text{инвестиции}\end{matrix} + \left(\begin{matrix}\text{Дополни-}\\ \text{тельные}\\ \text{средства}\end{matrix} \times \dfrac{\begin{matrix}\text{Число месяцев,}\\ \text{когда они находились}\\ \text{в портфеле}\end{matrix}}{12}\right) - \left(\begin{matrix}\text{Извле-}\\ \text{ченные}\\ \text{средства}\end{matrix} \times \dfrac{\begin{matrix}\text{Число месяцев}\\ \text{их отсутствия}\\ \text{в портфеле}\end{matrix}}{12}\right)}.$$

Эта формула включает как реализованные (текущие поступления плюс прирост курсовой стоимости), так и нереализованные доходы в результате прироста курсовой стоимости портфеля за год. Внесенные дополнительные

ТАБЛИЦА 17.10 Вычисление доходности портфеля Роберта К. Хесуэя за отчетный период (1 января 1990 г. — 31 декабря 1990 г.)

ДАННЫЕ

Стоимость портфеля (на 01.01.90 г.): 324 000 долл.
Стоимость портфеля (на 31.12.90 г.): 356 000 долл.
Реализованный прирост курсовой стоимости: 3040 долл. (за период с 01.01.90 г. по 07.05.90 г., когда были проданы акции "Даллас нэшнл")
Нереализованный прирост курсовой стоимости (за период с 01.01.90 г. по 31.12.90 г.): 28 960 долл.
Полученные дивиденды: 10 935 долл.
Привлечение дополнительных средств или изъятия: Отсутствует

ВЫЧИСЛЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЯ *HPR* ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

$$HPR = \frac{10\,935 \text{ долл.} + 3040 \text{ долл.} + 28\,960 \text{ долл.}}{324\,000 \text{ долл.}} =$$

$$= \underline{\underline{+13{,}25\%}}.$$

суммы и извлеченные средства взвешиваются по числу месяцев, когда они были вложены в портфель.

Детальный анализ изменения стоимости содержится в табл. 17.9, в которой перечислены все бумаги, входившие в состав портфеля на 31 декабря 1990 г., и вычислен нереализованный прирост курсовой стоимости портфеля за год. Цены на начало и конец года включены в таблицу для сравнения. Итог анализа — вычисление показателя *HPR*, представленное в табл. 17.10. При этом учтены все составляющие портфельного дохода. Согласно табл. 17.8 общая сумма дивидендов равна 10 935 долл. Величина реализованного прироста капитальной стоимости 3040 долл. представляет собой прирост курсовой стоимости акций "Даллас нэшнл" с 1 января 1990 г. и до их продажи. За 1990 г. нереализованный прирост курсовой стоимости портфеля составил 28 960 долл. (согласно табл. 17.9). Дополнительные средства не привлекались, и деньги из портфеля не извлекались. Применяя формулу *HPR*, мы находим, что совокупная доходность портфеля в 1990 г. составила 13,25%.

Сравнение отдачи с общерыночными критериями

Значение показателя *HPR*, полученное в результате вышеприведенных вычислений, должно быть задействовано в анализе доходности, скорректированной с учетом риска и среднерыночных показателей. Этот способ сравнительного исследования полезен, поскольку он может показать, насколько хорошо зарекомендовал себя портфель относительно фондового рынка в целом. Для подобного анализа приемлемы составной фондовый индекс *S&P 500* или индекс Нью-Йоркской фондовой биржи, поскольку они отличаются широким охватом и представительностью по отношению к фондовому рынку в целом. Предположим, что за 1990 г. индекс вырос на 10,75%;

этот рост включает как дивиденды, так и увеличение курсов акций. Как вычислено выше, доходность нашего портфеля составила 13,25%. На фоне представительного индекса это выглядит довольно привлекательно: доходность портфеля была примерно на 23% выше, чем индикатор доходности фондового рынка.

Как говорилось ранее в этой главе, содержательные сопоставления доходностей должны принимать во внимание риск. В этом случае владельцу портфеля имеет смысл вычислить показатель доходности, скорректированный с учетом риска и среднерыночной доходности (*RAR*). Если этот показатель положителен, то эффективность портфеля будет "опережающей" (выше среднего), тогда как отрицательное его значение свидетельствует о низкой (ниже среднего) эффективности портфеля. Предполагая, что безрисковая ставка процента составляет 7,50%, "бета" портфеля — 1,20, а среднерыночная отдача — 10,75%, показатель *RAR* будет равен:

$$
\begin{aligned}
RAR &= 13{,}25\% - \{7{,}50\% + [1{,}20 \times (10{,}75\% - 7{,}50\%)]\} = \\
&= 13{,}25\% - 11{,}40\% = \\
&= \underline{\underline{+1{,}85\%}}.
\end{aligned}
$$

Таким образом, в 1990 г. доходность портфеля превышала средний уровень.

Обновление портфеля

В представленном выше примере за рассматриваемый год была совершена одна сделка, так как владелец портфеля считал, будто акции "Флорида саускост бэнкс" обладают бо́льшим потенциалом доходности, чем акции "Даллас нэшнл". Инвестору необходимо периодически анализировать портфель, имея в виду один основополагающий вопрос: "Продолжает ли этот портфель соответствовать моим потребностям?" Другими словами, содержит ли портфель те компоненты, которые наилучшим образом отвечают запросам инвестора с точки зрения соотношения риска и доходности? Инвесторы, систематически анализирующие составляющие своих портфелей, будут время от времени сталкиваться с необходимостью продажи одних бумаг и покупки других. Этот процесс обычно называется **обновлением портфеля**. По мере развития экономики определенные отрасли и акции становятся более или менее привлекательными в качестве объектов инвестирования. А на современных фондовых рынках своевременность — это источник прибыльности.

Обновление портфеля — *это процесс продажи определенных ценных бумаг и замены их другими выпусками.*

Динамичность мира инвестиций диктует необходимость периодических изменений состава и структурных пропорций портфеля. Такие изменения нужны во многих случаях. В гл. 16 мы обсуждали эффект влияния жизненных циклов на инвестиционную стратегию. По сути, по мере того как инвестор приближается к пенсионному возрасту, портфельный акцент естественным образом смещается с ориентации на рост капитала к более консервативной — на его сохранение. Для инвестора, завершающего трудовую деятельность, подходящей стратегией, возможно, является постепенное замещение активов, нацеленных на рост, низкорискованными высокодоходными ценными бумагами. Такое смещение акцента обычно представляет собой не одномоментное переключение, а эволюционный процесс. Отдельные ком-

ПРОНИЦАТЕЛЬНОМУ ИНВЕСТОРУ

"Всегда продавайте то, что показывает убыток" ... легче сказать, чем сделать

Покупать просто. Люди часто приобретают вещи, не имея денег. Они не выходят на улицу без кредитной карточки.

Покупательский менталитет не ограничивается свитерами и "Вольво", он распространяется на инвестиции — будь то дома, картины или акции и облигации.

Но продавать — совсем другое дело. Многим тяжело избавляться от чего-либо.

Конечно, продажа ценных бумаг не так уж сложна. Люди покупают акцию, она идет вверх или вниз на 10, 15 или 20%, и им надо принимать решение.

"Всегда продавайте то, что показывает убыток, и удерживайте то, что показывает прибыль", — говорил Джесси Ливермор, знаменитый фондовый спекулянт 20-х годов нашего века.

Это правило, возможно, работало на него, но теперь все обстоит уже не столь просто. Поддержание прибыльности обходится сложнее на сегодняшних нестабильных рынках, где с трудом заработанный выигрыш может исчезнуть за день. Все, что нужно для этого, — один кошмарный торговый показатель. (Новое налоговое законодательство поощряет "скальперство" (*hit and run*) как школу инвестирования, снимая льготный подход к прибылям, заработанным в долгосрочных промежутках времени.)

Но если сейчас инвесторы, вероятно, в большей степени склонны рано уходить с рынка, большинство все еще болезненно переносит закрытие убыточной позиции.

«Это удар по их "я", если купленная акция идет вниз, — отмечал Бернард Херольд, владелец небольшой брокерской конторы на Манхэттене. — Люди терпеть не могут убытков».

Но иррациональная приверженность к потерпевшему крах вложению, за редкими исключениями, может быть гибельной. Небольшие потери способны быстро обернуться финансовой катастрофой.

Альтернативные убытки могут быть еще более пагубными. "Фиксация" на "отстающем" активе, когда другие инвесторы "снимают сливки" где-либо в другом месте, — просто катастрофа.

«Извлеченные из мелких потерь уроки оборачиваются возможностью извлечения прибыли где-либо еще, — говорит Мартин Цвейг в своей книге "Победа на Уолл-стрите" (Warner Books, 1986). — Это дает вам шанс превратить пассив в актив, вместо того чтобы терять деньги».

. . .

К несчастью, ни мистер Ливермор, ни кто-либо еще не дали универсальных рецептов, которые могут указать инвестору, когда продавать.

Отдельные инвесторы могут разрабатывать собственные критерии. Некоторые продают, когда вложение возрастает или падает в цене на определенную процентную величину; многие инвесторы используют "стоп"-приказы по акциям. Другие применяют временные ограничения; они уходят с рынка в определенный момент независимо от того, что приносят инвестиции. А кто-то просто не желает ничего знать и дает брокерам свободу распоряжения своими счетами.

Но столь дисциплинированны или индифферентны немногие, к тому же продажа является искусством, которое в равной степени включает финансовые потребности, интуицию, удачу и мужество.

Необходимо усвоить следующие уроки на примере тех, кому пришлось продавать под давлением обстоятельств.

Урок 1. Когда цена актива достигла точки, которая ожидалась инвестором, возможно, следует его продать, особенно если представляется, что наступило время это сделать. Первые побуждения зачастую самые правильные.

В День памяти павших (30 мая) в 1984 г. Ричард Т. Сантулли, председатель манхэттенской компании *"RTS кэпител, инк."*, занимающейся лизингом самолетов, принял решение, о котором большинство инвесторов могут только мечтать. Убежденный в том, что процентные ставки достигли своего потолка, он в течение шести предшествовавших недель занял "длинную" позицию по фьючерсам на облигации Казначейства США.

"Как фундаменталист, я посчитал, что процентные ставки слишком высоки,— говорит он. — Я поставил на это". Однако ставка была огромна! Его брокер вспоминает, что мистер Сантулли выложил 3 млн. долл., приобретя в результате контроль над облигациями на сумму 20 млн. долл.

Мистер Сантулли оказался прав. Процентные ставки упали, цены казначейских облигаций возросли. Он получил "бумажную" прибыль в размере 1 млн. долл. И хотя он был совершенно уверен в том, что ставки продолжат падение, а его прибыль еще увеличится, взял этот миллион, к большой радости брокера.

"Я продал не потому, что заработал столько денег, — сказал мистер Сантулли. — Я никогда так не делаю. Я продал потому, что ставки достигли разумного уровня. Это решение было принято на основе анализа фундаментальных факторов".

Урок 2. Толпа обычно ошибается. Когда вложение нравится всем, вероятно, самое время направиться к выходу. И наоборот, покупайте, когда все продают.

Большинство успешных инвестиций — не триумфальный марш, как у мистера Сантулли; они скорее представляют собой целый ряд удач. А что делать с акцией, цена которой устойчиво, но по неочевидным причинам выросла? Мистер Херольд, брокер, рассказывает о такой ситуации следующее.

«В 64-м или 65-м году акции "Крайслера" шли по 65 долл. за штуку плюс-минус $^1/_8$. И глава одного из ведущих аналитических агентств — я не хочу называть его имени — сказал, опираясь на свои прогнозы, что они за неделю достигнут 71 долл. Новости были потрясающими. Компания должна была заработать уйму денег. Я сказал ему, что ставлю 5 центов на то, что акции сначала будут продаваться по 10 и только потом по 70. И я не пожалел об этом».

Мистер Херольд рассказал, что все — прогнозист, средства массовой информации, финансовые аналитики — «вскочили на триумфальный поезд "Крайслера"». Он спрыгнул. Все остальное — история. "Крайслер" не только упал ниже 10, но компания почти вышла из бизнеса, пока Ли Якокка не организовал явно поддержанное правительством возрождение, став автором бестселлеров и идолом Америки (в отличие от Карла Икана).

Тем не менее иногда тактика "покупать и держать" является верной. «Не так давно я встретил своего старого клиента, — говорит мистер Херольд. — Леди, которую я не видел больше 10 лет, заметила меня в ресторане и кинулась навстречу. С учетом моего опыта брокерской работы я не мог исключить покушения на убийство.

Но она улыбнулась и поблагодарила меня за выбранные для нее акции "Ральстон пурина" по 12 долл. в 1979 г.

"Вы, должно быть, получили хорошую прибыль", — сказал я, с облегчением думая, что это не ее деньги были вложены в компанию, изготовлявшую сигаретные фильтры на асбестовой основе. "Прибыль? Какая прибыль? — удивилась она. — Я до сих пор держу их. Они идут по 80 долл. за акцию".

И она даже не подумывала о продаже».

Источник: Lawrence J. DeMaria, "When Investors Won't Let Go — No Sale", *The New York Times Personal Investing '89*, November 13, 1988, p. 31.

поненты портфеля часто изменяют свои характеристики риска и доходности. По мере того как это происходит, инвестор должен проявлять мудрость и избавляться от тех активов, которые не отвечают его целям. К тому же потребность в диверсификации — явление постоянное. С ростом или падением стоимости активов их диверсификационный эффект может ослабляться, таким образом, обновление портфеля может потребоваться для поддержания его диверсификации.

Роль персональных компьютеров

Как отмечено в предыдущих главах, многие инвесторы располагают персональными компьютерами *(PC)*. Компьютеры могут выполнять многочисленные полезные функции, включая управление портфелем и мониторинг инвестиционных результатов. За несколько последних лет институциональные и некоторые индивидуальные инвесторы начали использовать компьютеры для отслеживания курсов ценных бумаг, основываясь на определенных правилах принятия решений, инициирующих покупку или продажу ценных бумаг. Этот подход, названный **"программной" торговлей** ***(program trading)***, оказал значительное воздействие на рынки ценных бумаг в результате того, что институциональные инвесторы, реагируя на инструкции, генерированные компьютерной программой, быстро совершают масштабные операции с целью обновления своих портфелей.

"Программная" торговля — *это использование компьютеров для процедур отслеживания курсов ценных бумаг на основе определенных правил принятия решений, которые инициируют покупку или продажу ценных бумаг.*

К тому же существует программное обеспечение, позволяющее инвестору проводить анализ, подобный тому, который мы только что завершили. Многие инвесторы сейчас приобретают пакеты программ, полезных для фундаментального и технического анализа ценных бумаг, анализа облигаций и инвестиций в объекты недвижимости. Ожидается, что за ближайшие несколько лет еще многие инвесторы осознают, что персональный компьютер является относительно недорогим подспорьем для рационализации управления инвестиционным процессом наряду с обеспечением доступа к базам данных и выполнением других многочисленных функций, связанных с инвестициями. (См. описание в гл. 3 отдельных популярных технических и программных средств, доступных на сегодняшний день.)

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВРЕМЕНИ СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛОК

Суть проблемы определения времени совершения сделок выражает формула "покупай дешево, продавай дорого". Это мечта всех инвесторов. Хотя нет испытанного и не вызывающего сомнений способа достижения такой цели, существует ряд методов, которые можно применять для выбора времени операций купли-продажи. Так, имеются планы на базе формул, обсуждаемые ниже. Инвесторы также могут использовать лимитные и "стоп"-приказы, следовать процедурам управления ликвидностью и принимать во внимание другие аспекты выработки временного графика при продаже активов. Конечно, как отмечено во вставке "Проницательному инвестору", покупка инвестиционных инструментов обычно проста, а вот при их продаже многие по целому ряду причин сталкиваются со сложностями, особенно когда при этом возникают убытки.

Планы на базе формул

***Планы на базе формул** — это механические методы управления портфелем, заключающиеся в использовании изменений курсов ценных бумаг, которые носят циклический характер.*

Планы на базе формул (*formula plans*) — это механические методы управления портфелем, заключающиеся в использовании изменений курсов ценных бумаг, которые носят циклический характер. Эти планы не нацелены на чрезвычайно высокие доходы, скорее они представляют собой консервативные стратегии, ориентированные главным образом на тех инвесторов, которые не желают подвергать себя значительному риску. Мы рассмотрим четыре варианта таких планов: план усреднения издержек, план постоянной суммы, план постоянного соотношения и план переменного соотношения.

Усреднение издержек

***Усреднение издержек** — это формульный план, согласно которому фиксированная сумма инвестируется в актив через фиксированные интервалы времени; это пассивная стратегия "покупки и удержания".*

Усреднение издержек — это основной тип плана на базе формул. Согласно этой стратегии фиксированная сумма инвестируется в актив через фиксированные интервалы времени. Это пассивная стратегия "покупки и удержания", при которой периодические номинальные величины инвестиций постоянны. Для того чтобы данный план работал, инвестор должен придерживаться дисциплины, осуществляя вложения регулярно. Желаемый результат метода усреднения номинальных издержек состоит в росте стоимости актива, в который инвестируются средства. Цена этого инвестиционного инструмента, возможно, будет изменяться во времени. Если цена падает, то за данный период приобретается больше акций; напротив, если цена растет, то приобретается меньшее их число. В табл. 17.11 приведен пример усреднения издержек. Инвестор вкладывает 500 долл. в месяц в паи ориентированного на рост взаимного фонда "Уолверлайн", не взимающего комиссионных (*no-load*).

В этом примере за год инвестор разместил 6000 долл. в паи фонда. Поскольку фонд не взимает комиссионных, паи приобретаются по чистой стоимости активов. Акции покупались по *NAV* от минимального уровня 24,16 до максимального 30,19 долл. На конец года вложения инвестора в фонд оценивались немногим менее чем в 6900 долл. Усреднение номинальных издержек — пассивная стратегия, тогда как другие формульные планы основаны на более активных позициях.

План постоянной суммы

***План постоянной суммы** — это формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, согласно которому инвестор устанавливает целевое значение стоимости спекулятивной части портфеля и перераспределяет фонды либо в пользу консервативной части, либо за ее счет исходя из требования поддержания целевого уровня стоимости.*

План постоянной суммы состоит в делении портфеля на две части. Спекулятивная часть инвестируется в ценные бумаги с многообещающими перспективами роста стоимости. Консервативная часть состоит из низкорискованных инвестиций, таких, как облигации и счета денежного рынка. Согласно плану постоянной суммы прибыли изымаются из спекулятивной части портфеля, если ее стоимость возрастает на определенный процент или величину. Эти средства добавляются к консервативной части портфеля. Если спекулятивная часть портфеля падает в цене на определенную величину или процентную долю, туда вносятся средства из консервативной части. Величина спекулятивной части постоянна, и инвестор устанавливает критические точки (повышательного или понижательного движения спекулятивной части), когда средства изымаются или добавляются к ней.

Таблица 17.12 является динамической иллюстрацией плана постоянной суммы. Начальный портфель стоимостью 20 000 долл. состоит из

ТАБЛИЦА 17.11 Усреднение номинальных издержек (500 долл. в месяц, акции взаимного фонда "Уолверлайн")

СДЕЛКИ

Месяц	Чистая стоимость активов (*NAV*) на конец месяца (в долл.)	Число приобретенных паев
Январь	26,00	19,23
Февраль	27,46	18,21
Март	27,02	18,50
Апрель	24,19	20,67
Май	26,99	18,53
Июнь	25,63	19,51
Июль	24,70	20,24
Август	24,16	20,70
Сентябрь	25,27	19,79
Октябрь	26,15	19,12
Ноябрь	29,60	16,89
Декабрь	30,19	16,56

ИТОГО ЗА ГОД

Суммарный объем инвестиций 6000 долл.
Общее число купленных паев 227,95 долл.
Средняя цена за пай 26,32 долл.
Стоимость портфеля на конец года 6881,81 долл.

10 000 долл., вложенных во взаимный фонд с высоким значением "бета", не взимающий комиссионных, и 10 000 долл., размещенных на счете денежного рынка. Инвестор решил осуществлять реструктуризацию портфеля всякий раз, когда спекулятивная часть стоит на 2000 долл. больше или меньше своей начальной величины в 10 000 долл. Если спекулятивная часть портфеля стоит 12 000 долл. или более, то инвестор продает число акций фонда, достаточное для снижения стоимости до 10 000 долл. Поступления от продажи добавляются к консервативной части. Если спекулятивная часть портфеля падает в цене до 8000 долл. или менее, то средства извлекаются из консервативной части и используются для покупки того числа акций, которое достаточно для повышения стоимости спекулятивной доли до 10 000 долл.

Две операции по реструктуризации портфеля предпринимаются в последовательности, которая проиллюстрирована в табл. 17.12. Первоначально в каждую из частей портфеля размещено по 10 000 долл. Далее, когда чистая стоимость активов фонда возрастает до 12 долл. на акцию, а стоимость спекулятивной части возрастает до 12 000 долл., инвестор продает 166,67 акции на сумму 2000 долл., а поступления вносятся на счет денежного рынка. Позже чистая стоимость активов фонда падает до уровня 9,50 долл. за акцию, что приводит к снижению стоимости спекулятивной части портфеля до уровня меньше 8000 долл. Это событие запускает процедуру покупки достаточного числа акций для повышения стоимости спекулятивной части портфеля до 10 000 долл. В долгосрочном аспекте, если при использовании

ТАБЛИЦА 17.12 **План постоянной суммы**

Чистая стоимость активов взаимного фонда (в долл.)	Стоимость спекулятивной части (в долл.)	Стоимость консервативной части (в долл.)	Общая стоимость портфеля (в долл.)	Сделки	Число акций в спекулятивной части
10,00	10 000,00	10 000,00	20 000,00		1000
11,00	11 000,00	10 000,00	21 000,00		1000
12,00	12 000,00	10 000,00	22 000,00		1000
→ 12,00	10 000,00	12 000,00	22 000,00	Продано 166,67 акции	833,33
11,00	9 166,63	12 000,00	21 166,63		833,33
9,50	7 916,64	12 000,00	19 916,64		833,33
→ 9,50	10 000,00	9 916,64	19 916,64	Куплено 219,30 акции	1052,63
10,00	10 526,30	9 916,64	20 442,94		1052,63

плана постоянной суммы спекулятивное вложение возрастает в цене, консервативная составляющая портфеля также увеличивается по мере того, как прибыль перемещается в нее. Следующая разновидность формульного плана опирается на соотношение спекулятивной и консервативной частей как критерий начала выполнения процедуры реструктуризации портфеля.

План постоянного соотношения

План постоянного соотношения — *это формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, согласно которому устанавливается целевое фиксированное отношение стоимости спекулятивной части портфеля к консервативной; когда фактическое соотношение отличается от желаемого на заданную величину, осуществляются операции для приведения его в соответствие с желаемой величиной.*

Согласно **плану постоянного соотношения** устанавливается желаемое соотношение спекулятивной и консервативной частей портфеля. Когда их фактическое соотношение отличается от желаемого на заданную величину, происходит реструктуризация, т.е. в этот момент осуществляются операции для приведения фактического соотношения к целевому уровню. Инвестор, использующий этот план, должен выбрать подходящее соотношение спекулятивной и консервативной частей портфеля. Затем должно быть принято решение о пороговом значении, при достижении которого необходимо проводить соответствующие операции.

План постоянного соотношения для начального портфеля на сумму 20 000 долл. проиллюстрирован в табл. 17.13. Инвестор решил разместить 50% портфеля в спекулятивный взаимный фонд с большим уровнем "бета" и 50% — на счете денежного рынка. Реструктуризация проводится, когда отношение спекулятивной части портфеля к консервативной больше или равно 1,20 либо меньше или равно 0,8. Последовательность изменений чистой стоимости активов приведена в табл. 17.13. Первоначально 10 000 долл. размещаются в каждую часть портфеля. Когда чистая стоимость активов фонда достигает 12 долл. на акцию, то отношение 1,2 инициирует продажу 83,33 акции, тогда портфель возвращается к желаемой пропорции 50:50. Позже чистая стоимость активов фонда снижается до 9 долл. за акцию, уменьшая чистую стоимость спекулятивной части портфеля до 8250 долл. Тогда отношение спекулятивной части портфеля к консервативной равно 0,75, что ниже порогового значения 0,8. Для приведения соотношения обратно к целевому уровню 50:50 приобретается 152,78 акции.

Для реализации плана постоянного соотношения долгосрочные ожидания связываются с ростом стоимости спекулятивного актива или активов.

ТАБЛИЦА 17.13 План постоянного соотношения

Чистая стоимость активов взаимного фонда (в долл.)	Стоимость спекулятивной части (в долл.)	Стоимость консервативной части (в долл.)	Общая стоимость портфеля (в долл.)	Отношение спекулятивной части к консервативной	Сделки	Число паев в спекулятивной части
10,00	10 000,00	10 000,00	20 000,00	1,000		1000
11,00	11 000,00	10 000,00	21 000,00	1,100		1000
12,00	12 000,00	10 000,00	22 000,00	1,200		1000
→ 12,00	11 000,00	11 000,00	22 000,00	1,000	Продано 83,33 пая	916,67
11,00	10 083,00	11 000,00	21 083,00	0,917		916,67
10,00	9 166,70	11 000,00	20 166,70	0,833		916,67
9,00	8 250,00	11 000,00	19 250,00	0,750		916,67
→ 9,00	9 625,00	9 625,00	19 250,00	1,000	Куплено 152,78 пая	1069,44
10,00	10 694,40	9 625,00	20 319,40	1,110		1069,44

Когда стоимость возрастает, производится продажа ценных бумаг для реструктуризации портфеля и увеличения консервативной части. Эта философия аналогична плану постоянной суммы, за исключением того, что в качестве порогового критерия используется *соотношение*. Последний представленный ниже план — план переменного соотношения. Можно сказать, что это наиболее агрессивная из данных четырех достаточно пассивных инвестиционных стратегий.

План переменного соотношения

План переменного соотношения — *это формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, в рамках которого отношение стоимости спекулятивной части портфеля к его общему объему изменяется в зависимости от динамики курсов спекулятивных ценных бумаг; когда это соотношение увеличивается или снижается до установленных пределов, сумма, выделенная для спекулятивной части портфеля, соответствующим образом снижается или увеличивается.*

План переменного соотношения более агрессивно настроен на то, чтобы воспользоваться динамикой фондового рынка с целью извлечения выгоды для инвестора. Этот план также направлен на формирование временного графика рыночных операций; это попытка "покупать дорого, продавать дешево". Отношение спекулятивной части портфеля к его общему объему варьирует в зависимости от динамики курсовой стоимости спекулятивных бумаг. Когда это отношение возрастает до определенной заданной величины, сумма, выделенная спекулятивному сегменту портфеля, снижается. Наоборот, если стоимость спекулятивной части падает настолько, что она существенным образом снижается по отношению к объему портфеля, доля средств, выделенных для спекулятивных операций, возрастает. При воплощении плана переменного соотношения инвестору необходимо принять несколько решений. Сначала он должен задать пропорцию распределения средств между спекулятивной и консервативной частями портфеля. Затем он должен выбрать пороговые значения для совершения операций по покупке или продаже. Их расположение зависит от величины соотношения стоимости спекулятивной части портфеля и его общего объема. Наконец, инвестор должен задать величины корректировки данного соотношения в каждой из этих точек.

Пример плана переменного соотношения приведен в табл. 17.14. Первоначально портфель разделен в равной пропорции между спекулятивной и консервативной частями. Первая состоит из акций взаимного фонда с высоким значением "бета" (около 2), а вторая размещена на счете денежного

ТАБЛИЦА 17.14 **План переменного соотношения**

Чистая стоимость активов взаимного фонда (в долл.)	Стоимость спекулятивной части (в долл.)	Стоимость консервативной части (в долл.)	Общая стоимость портфеля (в долл.)	Отношение стоимости спекулятивной части к общему объему портфеля	Сделки	Число паев в спекулятивной части
10,00	10 000,00	10 000,00	20 000,00	0,50		1000
15,00	15 000,00	10 000,00	25 000,00	0,60		1000
→15,00	11 250,00	13 750,00	25 000,00	0,45	Продано 250 паев	750
10,00	7 500,00	13 750,00	21 250,00	0,35		750
→10,00	11 687,50	9 562,50	21 250,00	0,55	Куплено 418,75 пая	1168,75
12,00	14 025,00	9 562,50	23 587,50	0,41		1168,75

рынка. При формировании портфеля было принято решение, что при увеличении спекулятивной части до 60% общего объема портфеля эта доля будет уменьшена до 45%. Если стоимость спекулятивной части портфеля снизится до 40% общего объема, то эта доля будет увеличена до 55%. Теория, стоящая за этой стратегией, заключается в попытке использовать временные параметры циклических колебаний стоимости взаимного фонда. Когда стоимость фонда возрастает, прибыль реализуется и увеличивается доля средств, размещенных на гарантированном счете денежного рынка. Когда стоимость фонда заметно снижается, доля капитала, вкладываемого в него, увеличивается.

Последовательность сделок отражена в табл. 17.14. Когда чистая стоимость активов фонда увеличивается до 15 долл. за акцию, достигается 60%-я точка переключения и продаются 250 акций фонда. Поступления размещаются на счете денежного рынка, средства на котором достигают 45% стоимости портфеля. Позднее чистая стоимость активов фонда снижается до 10 долл. за акцию, что приводит к падению доли спекулятивной части в портфеле до 35%. Это событие инициирует процедуру реструктуризации портфеля, для этого приобретаются 418,75 акции, благодаря чему спекулятивная часть портфеля достигает 55% его стоимости. Когда чистая стоимость активов фонда возрастает до 12 долл. за акцию, стоимость всего портфеля составляет более 23 500 долл. Для сравнения: если бы первоначальный объем инвестиций размещался в равных пропорциях во взаимный фонд и на счете денежного рынка и никакой реструктуризации между ними не проводилось бы, то стоимость портфеля на этот момент составила бы только 22 000 долл. (12 долл. × 1000 = 12 000 долл. в спекулятивной части плюс 10 000 долл. на счете денежного рынка).

Использование лимитного приказа и “стоп”-приказа

В гл. 2 мы рассматривали рыночный, лимитный приказы и “стоп”-приказ. Здесь мы увидим, как лимитный приказ и “стоп”-приказ используются для реструктуризации портфеля. Эти виды приказов на совершение операций с ценными бумагами могут повысить доходы инвестора за счет снижения трансакционных издержек.

Рыночный приказ — *это приказ купить или продать ценные бумаги по наилучшей из возможных цен.*

Лимитный приказ — *это приказ, определяющий минимальную цену продажи инвестором или максимальную цену, которую он готов уплатить при покупке ценной бумаги.*

Приказ типа *GTC* ("открытый приказ") — *это приказ на покупку ценных бумаг, который, не будучи реализован, отменен или пересмотрен, остается в действии в течение шести месяцев.*

Дневной приказ — *это приказ на покупку или продажу ценных бумаг, действие которого в случае неисполнения завершается в конце того же торгового дня, когда он был объявлен.*

Лимитный приказ

Напомним, что существует два основных типа приказов на совершение сделок с ценными бумагами. **Рыночный приказ** — это приказ брокеру купить или продать ценные бумаги по наилучшей цене, доступной на рынке. Часто он означает, что приказы на покупку осуществляются по цене предложения *(ask)* "специалиста" *(market-maker)*, а приказы продажи — по его цене спроса *(bid)*. **Лимитный приказ** ограничивает брокера в отношении как цены, так и временного промежутка вплоть до прекращения действия приказа в случае его неисполнения. Лимитный приказ определяет минимальную цену продажи или максимальную цену, которую инвестор готов уплатить при покупке ценной бумаги. Например, если у брокера был размещен приказ на продажу 100 акций "Фул серв контакт лэнс" по 18 долл., он продаст эти акции, только если цена установится на уровне 18 долл. за акцию или выше. Напротив, если был размещен приказ на покупку этих бумаг, то приказ будет выполнен, только если брокер сможет купить акции для клиента по 18 долл. за штуку или дешевле. В дополнение к ценовому ограничению лимитный приказ может иметь продолжительность один день или более или принадлежать к типу *GTC (good' til canceled, GTC)*. Приказ типа *GTC*, часто именуемый "открытым приказом", не будучи реализован, отменен или возобновлен, действует в течение шести месяцев. Напротив, действие нереализованного дневного приказа завершается в конце того же торгового дня, когда он был объявлен.

Существует множество способов использования лимитных приказов инвестором при покупке или продаже ценных бумаг. Например, если инвестор решил включить акцию в свой портфель, то лимитный приказ на покупку обеспечит ее приобретение по желаемой цене или ниже. Инвестор, использующий лимитный приказ типа *GTC* на покупку, пользуется услугами брокера, который пытается совершать операции покупки до тех пор, пока приказ полностью не будет выполнен. Главный риск использования лимитных приказов вместо рыночных заключается в том, что приказ может остаться неисполненным. Например, если инвестор разместил приказ типа *GTC* на покупку 100 акций компании "Стейт ойл оф Калифорния" по 27 долл. за акцию, а эти бумаги никогда не продавались по курсу 27 долл. за акцию или ниже, то приказ не будет исполнен никогда. Таким образом, инвестор должен сопоставить потребность в немедленном исполнении (рыночный заказ) с возможностью достижения более выгодной цены с помощью лимитного приказа. Разумеется, лимитные приказы могут увеличить доходы инвестора, если они позволяют ему покупать ценные бумаги с меньшими затратами или продавать по более высоким ценам. В течение типичного торгового дня курс акции колеблется вверх и вниз в рамках нормального торгового диапазона. Предположим, что курс обыкновенных акций компании "Джама мотор" изменился 10 раз в такой последовательности: 36, $35^7/_8$, $35^3/_4$, $35^7/_8$, $35^1/_2$, $35^5/_8$, $35^3/_4$, 36, $36^1/_8$, 36. Рыночный приказ на продажу мог бы быть исполнен по какой-либо цене между $35^1/_2$ (минимум) и $36^1/_8$ (максимум). Лимитный приказ на продажу по 36 был бы исполнен по цене 36. Таким образом, с помощью лимитного приказа можно было бы выиграть половину пункта (50 центов) на акцию.

"Стоп"-приказ

"Стоп"-приказ — *это вид приказа отложенного действия, который предписывает брокеру продать ценную бумагу по оптимальной из возможных цен, только если торговля ею ведется по заданной цене или ниже.*

"Стоп"-приказ — это вид приказа отложенного действия, который предписывает брокеру продать ценную бумагу по наилучшей из возможных цен, только если торговля ею ведется по заданной цене или ниже. По сути, этот приказ становится рыночным приказом на продажу, если акция продается по пороговой цене или ниже. Этот приказ может использоваться для ограничения подверженности вложений убыткам в результате понижательного движения цен. Например, инвестор приобретает 500 акций компании "Изи вок" по 26 долл. за акцию. Инвестор поставил себе определенную цель: продать акцию, если она достигнет цены 32 долл. или упадет до 23 долл. Для выполнения этой цели формируется "стоп"-приказ типа *GTC* с предельной ценой 32 долл. и другой приказ с пороговой ценой 23 долл. Если бумага идет по 23 долл. или ниже, то приказ срочного сброса становится рыночным и акция продается по цене, оптимальной из возможных. Напротив, если цена акции составляет 32 долл. или более, то брокер продает ее. В первой ситуации инвестор пытается снизить свои потери, во второй — он стремится защитить прибыль.

"Перестраховка" — *это ситуация, когда акция временно падает в цене, а затем возвращается к прежней отметке; такая ситуация является основным риском при использовании "стоп"-приказов.*

Главный риск при использовании "стоп"-приказов — **"перестраховка"** (*whipsawing*), т.е. ситуация, когда акция временно падает в цене, а затем возвращается к прежней отметке. Если акции "Изи вок" упали до 23 долл., затем до $22^1/_2$, а потом вернулись к отметке 26 долл., инвестор, разместивший приказ срочного сброса на 23 долл., вероятно, продаст акции по $22^1/_2$ долл. По этой причине лимитные приказы, включая "стоп"-приказ, требуют внимательного анализа перед размещением. При выборе между рыночным, лимитным приказами и "стоп"-приказом инвестор наряду с необходимостью покупки или продажи акции должен принимать во внимание возможные колебания ее курса.

Накопление ликвидности

Одной из рекомендаций для эффективного управления портфелем является размещение его части в низкорискованные высоколиквидные инвестиции. Посмотрим, почему и как эта рекомендация работает.

Буфер

Инвестирование в рискованные акции и объекты недвижимости сулит более высокую доходность, чем счета денежного рынка или облигации, однако акции и недвижимость — это высокорискованные вложения. Таким образом, одной из причин инвестирования части портфеля в низкорискованный актив является защита от общих убытков. Низкорискованный актив выступает в качестве буфера на случай возможной инвестиционной неудачи. Второй причиной держания средств в низкорискованном активе является вероятность возникновения благоприятных возможностей в будущем. Когда такая возможность появляется, инвестор, обладающий свободными наличными средствами, сможет воспользоваться ситуацией. Неожиданный спад на рынке, привлекательная сделка с недвижимостью или ценное произведение искусства по низкой цене — все это примеры ситуаций, в которых инвестор, располагающий наличными средствами, может получить немедленную вы-

году. Инвестору, отложившему средства в высоколиквидный инструмент, не нужно затрагивать существующий портфель.

Выбор ликвидного инструмента

Существуют два главных средства накопления ликвидности: счета денежного рынка в финансовых институтах и взаимные фонды денежного рынка. Денежный рынок наряду с некоторыми *NOW*-счетами в банках и кредитно-сберегательных ассоциациях предоставляет относительно легкий доступ к средствам и обеспечивает доходность, сопоставимую со взаимными фондами денежного рынка (хотя и более низкую). Ожидается, что со временем продукты, предлагаемые финансовыми организациями, станут более конкурентоспособными в сравнении с предоставляемыми взаимными фондами и брокерскими конторами фондового рынка. (См. в гл. 4 детальное обсуждение значения ликвидности инструментов.)

Определение времени продажи инвестиционных активов

Одно из наиболее сложных решений, которые должны приниматься инвестором, касается выбора времени продажи инвестиций. Инвестор периодически должен анализировать портфель и рассматривать возможные продажи и новые приобретения. Мы обсудим два вопроса, связанных с решением по поводу продажи: последствия с точки зрения налогообложения и достижение поставленных инвестиционных целей.

Последствия с точки зрения налогообложения

Изучение в гл. 15 основных законов налогообложения и соответствующих стратегий поведения показало, что налоги (как правило, сложные и затрагивающие в большей степени крупных инвесторов) воздействуют почти на все инвестиционные операции. Существуют определенные азы, которые все инвесторы могут и должны уяснить. Важное значение имеет применение статьи курсовых убытков, или убытков, связанных со снижением стоимости инвестиций; курсовая прибыль по итогам какого-либо года может быть уменьшена на величину курсовых убытков, не превышающую 3000 долл. Если инвестор несет убытки по какой-либо позиции и пришел к выводу, что следует продать этот инструмент, лучше продавать тогда, когда имеется курсовая прибыль, которую можно уменьшить на величину убытков. Очевидно, что последствия продажи инвестиционных инструментов с точки зрения налогообложения должны быть внимательно изучены до совершения сделки.

Достижение поставленных инвестиционных целей

Каждый инвестор хотел бы приобретать активы по минимальной цене, а продавать — по максимальной. В более практическом смысле, инструмент должен быть продан, когда он перестал удовлетворять потребностям владельца портфеля. В частности, если актив стал либо более, либо менее рискованным, чем желательно, или если по нему не достигнута заданная норма доходности, он должен быть продан. Упомянутые выше налоговые последствия способствуют определению подходящего момента для продажи. Од-

нако налоги не являются самым главным доводом при принятии решения о продаже: приоритетным должно быть двойственное понятие "риск—доходность".

Каждое вложение должно периодически анализироваться в свете его доходности и относительной степени риска. Если актив уже не соответствует портфелю, то инвестор должен продать его и приобрести более подходящие инструменты. И наконец, инвестору не следует выжидать каждый цент прибыли. Те, кто ожидает максимальной цены, часто наблюдают падение стоимости своих вложений. Если актив представляется "созревшим" для продажи, то инвестору стоит продать его, реализовать прибыль, реинвестировать в подходящий инструмент и радоваться своей удаче. В общем, инвестор должен устанавливать реалистичные цели и критерии и придерживаться их.

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Портфели должны содержать инвестиционные инструменты, подобранные на основе критериев ожидаемой доходности, соответствующих рисков и определенных налоговых соображений. Для анализа инвестиционных доходов инвестор должен собирать информацию, отражающую финансовую эффективность каждого вложения.

- Эффективность инвестиций может быть оценена с помощью индексов, в частности индустриального индекса Доу Джонса *(DJIA)*. Имеются также индикаторы рынков облигаций для оценки их общей динамики. Поскольку не существует общерыночных индексов для оценки доходов от недвижимости, инвесторы могут сравнивать свои доходы с доходами других инвесторов от вложений в объекты недвижимости в том же регионе.

- Доходность инвестиций может быть измерена как до, так и после налогообложения. Показатель доходности за период владения *(HPR)* может использоваться для измерения совокупной доходности по акции, облигации, вложениям во взаимный фонд, в недвижимость и другие инвестиционные инструменты (опционы, фьючерсы, материальные ценности).

- Если чьи-либо инвестиции приносят больший доход, чем низкорискованные вложения, это означает, что дополнительная доходность возникает за счет принятия дополнительного риска. Если имеет место обратное, то инвестору следует внимательно проанализировать портфель и продать "проблемные" инвестиции.

- При расчете показателя доходности, скорректированного с учетом риска и среднерыночных показателей *(RAR)*, используются показатель "бета" и репрезентативный рыночный индекс для оценки инвестиционной эффективности обыкновенных акций и составленных из них портфелей. Положительное значение *RAR* свидетельствует об извлечении доходов, превышающих среднерыночный уровень, тогда как отрицательное значение этого показателя говорит о низкой эффективности инвестиций.

- Обновление портфеля предусматривает систематическое исследование инвесторами частей своих портфелей, которые необходимо продать, и

новых бумаг, которые требуется приобрести. Периодические изменения состава и структурных пропорций портфеля помогают избавиться от тех составляющих портфель инструментов, которые не удовлетворяют его целям.

- Планы, составленные на базе формул, используются для принятия решений по поводу времени совершения операций продажи и покупки. Четыре традиционно используемых плана — это план усреднения номинальных издержек; план постоянной суммы; план постоянного соотношения; план переменного соотношения.
- Лимитные приказы задают минимальную цену продажи или максимальную цену покупки, на которые инвестор согласен при продаже или покупке ценной бумаги; они могут действовать в течение одного дня или вплоть до отмены. Приказ срочного сброса — это приказ отложенного действия, предписывающий брокеру продать ценную бумагу по наиболее выгодной из возможных цен, только если ее курс достигает определенной величины.
- Некоторая часть портфеля может состоять из низкорискованных инвестиционных инструментов, что позволяет предотвращать общие убытки и поддерживать готовность воспользоваться возникающими в будущем возможностями. Два основных средства накопления ликвидности — это счета денежного рынка (и отдельные *NOW*-счета), а также взаимные фонды денежного рынка.
- Инвестор, принявший решение о продаже инвестиционного инструмента, должен принимать во внимание как налоговые последствия, так и инвестиционные цели. Реализованные курсовые убытки до определенной величины могут использоваться для снижения налогов. Вложения следует продавать, когда они более не удовлетворяют потребностям инвестора.

ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ ПОВТОРЕНИЯ

1. Почему для инвестора важно постоянно отслеживать и периодически корректировать свой портфель? Объясните.
2. Как изменения общеэкономической и рыночной активности воздействуют на доходность инвестиций? Объясните.
3. Какие индексы может использовать инвестор для оценки эффективности своего портфеля? Кратко опишите каждый из этих индексов.
4. Что такое индикаторы рынка облигаций и чем они отличаются от различных индикаторов рынка акций? Назовите три источника данных о доходности облигаций.
5. Почему инвестору, вкладывающему средства в недвижимость, помимо сравнения доходности собственных инвестиций с доходностью вложений других инвесторов, оперирующих с недвижимостью в том же регионе, имеет смысл также сравнивать доходность с индексом потребительских цен и индексом Нью-Йоркской фондовой биржи? Объясните.
6. Кратко опишите показатели нормы дивиденда и доходности за период владения как меры инвестиционной отдачи. Эквивалентны ли они? Объясните.

7. Марк Смит приобрел 100 акций "Тэмко корпорейшн" в декабре 1989 г., затратив в общей сложности 1762 долл. Он держал эти акции в течение 15 месяцев, а затем продал, выручив 2500 долл. За период обладания акциями компания выплатила ему 200 долл. в форме дивидендов. Какова величина курсовой прибыли, реализованной при продаже акций (если таковая была получена)? Вычислите доходность за период владения акциями до уплаты налогов.

8. Джо Кларк инвестировал 25 000 долл. в облигации "Индастриал ароматикс, инк." Он держал их в течение 13 месяцев, а потом продал за 26 746 долл. За этот период он получил 2000 долл. в форме процентных выплат. Вычислите доходность за период владения облигациями до и после уплаты налогов, предположив, что Джо платит налоги по ставке 33%.

9. Определите различие между видами дивидендных распределений взаимных фондов. Являются ли эти выплаты единственным источником дохода от вложений во взаимные фонды? Объясните.

10. Каковы два основных компонента дохода инвестора от вложений в недвижимость? Что понимается под термином "реверсия" и как она вычисляется?

11. Опишите вычисления доходности за период владения для объектов недвижимости. Питер Хэнкок купил участок земли в районе "Рэд вудс" год назад по цене 35 000 долл. Он продал свою собственность в этом году за 42 000 долл., и его "реверсия" от продажи составила 40 000 долл. после вычета 2000 долл. в виде комиссионных и подоходного налога. Рассчитайте доходность вложения за период владения после уплаты налогов.

12. Что такое проблемная инвестиция? Какие два вопроса должны приниматься во внимание при анализе инвестиционного портфеля? Объясните.

13. Опишите меру доходности, скорректированную с учетом риска и среднерыночной доходности (*RAR*). Как она вычисляется? Как она может быть использована для оценки эффективности портфеля? Объясните.

14. Опишите изменения эффективности портфеля. Объясните роль показателя *HPR* портфеля для решения этой задачи и поясните, почему следует различать реализованную и нереализованную курсовую прибыль.

15. Кратко определите и опишите способы обновления портфеля. Объясните его роль в процессе мониторинга портфеля.

16. Объясните роль, которую играют планы на базе формул при определении времени совершения сделок с ценными бумагами. Опишите логику, лежащую в основе их использования.

17. Кратко опишите каждый из следующих планов и выделите различия между ними:

    а) усреднение номинальных издержек;
    б) план постоянной суммы;
    в) план постоянного соотношения;
    г) план переменного соотношения.

18. Дайте определение каждого из следующих видов приказов и выделите различия между ними:

    а) рыночный приказ;
    б) лимитный приказ;
    в) приказ типа *GTC*;
    г) дневной приказ;
    д) "стоп"-приказ.

19. Приведите две причины, по которым инвестор может предпочесть размещать средства в низкодоходные высоколиквидные инструменты. Объясните.

20. Опишите два вопроса, которые должны быть рассмотрены инвестором до принятия решения о продаже инвестиционного инструмента. Объясните.

КОНКРЕТНЫЕ СИТУАЦИИ

17.1. Оценка эффективности портфеля семьи Столчек

Портфель Мэри и Ника Столчек содержит четыре инвестиционных инструмента. Он был составлен, для того чтобы обеспечить баланс между текущим доходом и приростом капитала. Вместо приобретения паев взаимного фонда или диверсификации в рамках заданного класса инвестиционных инструментов они построили портфель, основанный на идее диверсификации, из инструментов различных типов. В настоящий момент портфель содержит обыкновенные акции, облигации промышленных компаний, паи взаимных фондов и вложения в недвижимость. Они приобрели каждый из этих инструментов за последние три года и в будущем планируют инвестировать средства в золото и другие активы.

Сейчас семья заинтересована в измерении доходности своих инвестиций и в оценке того, какова была эффективность их инструментов в сравнении с рынком. Они надеются, что доходность, полученная ими за прошедший календарный год, превысила доходность, которую можно было бы заработать, инвестировав средства в портфель, включающий композитный индекс *S&P 500*. Анализ показывает, что за прошлый год безрисковая ставка составляла 7,2%, а доходность портфеля (до уплаты налогов), идентичного по составу фондовому индексу *S&P 500*, равнялась 10,1%. С помощью друга они сумели оценить "бету" своего портфеля, которая составила 1,20. Они планировали игнорировать налоги в ходе анализа, поскольку ощущали, что их доходы надлежащим образом укрыты от налогообложения. Так как за прошедший год ими не проводилось никаких портфельных операций, семья Столчек должна была оценивать только нереализованную курсовую прибыль (если таковая имела место). Для проведения необходимых вычислений они собрали следующую информацию о каждом из четырех инструментов в своем портфеле:

Обыкновенные акции. Семья владеет 400 акциями фирмы "*KJ* энтерпрайзиз", производящей широкий ассортимент металлических труб, известной непрерывностью потока выплаты дивидендов. За последние несколько лет фирма вышла на новые рынки, поэтому ее ценные бумаги отличаются умеренным потенциалом прироста капитала. Цена акций компании выросла с $17^1/_4$ в начале последнего календарного года до $18^3/_4$ в конце года. В течение года были выплачены поквартальные дивиденды в размере 0,20; 0,20; 0,25 и 0,25 долл.

Облигации промышленной компании. Семья держит 8 облигаций компании "Кол индастриз". Номинальная стоимость облигаций — 1000 долл., купон — $9^3/_4$%, срок погашения — 2000 г. Рейтинг облигаций — *A* по классификации "Муди'з". В начале года облигация котировалась по 97, а в конце календарного года — по $96^3/_8$.

Взаимный фонд. В портфеле находятся 500 паев "Холт фанд" — взаимного фонда, не взимающего комиссионных, со сбалансированным портфелем. Дивидендные выплаты фонда за год составили 0,60 долл. в форме инвестиционного дохода и 0,50 долл. в форме дохода от прироста капитала фонда. Чистая стоимость активов фонда равнялась 19,45 долл. на начало календарного года и 20,02 долл. в его конце.

Недвижимость. Семья владеет необрабатываемым участком земли, который имел в начале календарного года оценочную стоимость 26 000 долл., и хотя они не проводили оценку в конце года, в этот момент им предлагали за участок 30 500 долл. Так как предложение делалось через риэлтора, им пришлось бы доплатить примерно 1500 долл., чтобы совершить сделку по этой цене.

Вопросы

1. Вычислите доходность за период владения до уплаты налогов для всех четырех описанных выше инструментов.

2. Определите доходность за период владения для каждого из четырех инвестиционных инструментов, предполагая, что обычный доход семьи в настоящее время облагается по общей ставке налога (федерального и местного) 38%.
3. Принимая во внимание, что вся прибыль на капитал, инвестированный семьей, не была реализована, вычислите показатель *HPR* портфеля, состоящего из четырех инструментов, за прошедший календарный год до налогообложения. Оцените эту доходность относительно двух ее компонентов: текущего дохода и прироста капитала.
4. Проведите анализ доходности портфеля, скорректированной с учетом риска и среднерыночной доходности (*RAR*-анализ), используя результаты решения пункта 3. Оцените эффективность портфеля. Также прокомментируйте рациональность приложения *RAR*-анализа к этому портфелю, состоящему из четырех инструментов.
5. На основе анализа, проведенного для ответа на вопросы 1, 3 и 4, что вы могли бы порекомендовать семье Столчек по поводу обновления портфеля? Обоснуйте свои рекомендации.

17.2. Оценка планов на базе формул: подход Чарлза Шульца

Чарлз Шульц, математик из фирмы "Энско петролеум", хочет разработать рациональную основу для определения времени своих портфельных сделок. В настоящее время он владеет портфелем ценных бумаг с рыночной стоимостью примерно 100 000 долл., разделенным в равной пропорции между очень консервативными обыкновенными акциями компании "Конкэм юнайтед" и высокоспекулятивными акциями фирмы "Флик энтерпрайзиз" с высоким значением "бета". После изучения литературы по вопросам инвестиций Чарлз отвергает то, что для диверсификации портфеля необходимо от 8 до 20 бумаг. Собственные ощущения, основывающиеся на независимо проведенном им математическом анализе, подводят его к выводу, что можно достичь тех же результатов, держа портфель, состоящий из двух ценных бумаг, одна из которых очень консервативна, а другая в значительной степени спекулятивна. Очевидно, его взгляды на этот вопрос не изменятся; он планирует продолжать держать такой портфель до тех пор, пока не обнаружит, что его теория не работает. За последние два года доходность его портфеля превысила показатель ожидаемой по такому портфелю доходности, скорректированной с учетом риска и среднерыночных показателей.

В настоящее время Чарлз заинтересован в исследовании и, возможно, разработке собственного формульного плана для определения времени портфельных сделок. На текущей стадии его анализ сосредоточен на оценке четырех обычно используемых планов для выделения наиболее привлекательных характеристик каждого. Четыре рассматриваемых плана — это усреднение номинальных издержек; план постоянной суммы; план постоянного соотношения; план переменного соотношения. Анализ планов подразумевает использование двух видов данных. Поскольку усреднение номинальных издержек — это пассивная стратегия "покупать—держать", согласно которой периодически делаются равные вложения, а другие планы более активны в том смысле, что они предусматривают периодические операции покупки и продажи портфельных активов, для оценки этих планов необходима различная информация.

Для оценки плана усреднения издержек Чарлз решает, что будет предполагать вложение 500 долл. в конце каждого 45-дневного периода. Он выбрал 45-дневные временные интервалы для того, чтобы получить определенные скидки с брокерских комиссионных, которые возможны при совершении крупных сделок. 500 долл. каждые 45 дней — это 4000 долл. в год, что равно суммарному объему инвестиций Чарлза в прошлом году. При оценке этого плана он исходит из предположения, что половина (250 долл.) инвестировалась в консервативные акции "Конкэм юнайтед", а другая — в спекулятивные "Флик энтерпрайзиз". Курсы каждой из акций на момент окончания восьми 45-дневных периодов, когда должны были совершаться операции покупки, приведены ниже.

Период	Цена за акцию	
	"Конком"	"Флик"
1-й	$22^1/_8$	$22^1/_8$
2-й	$21^7/_8$	$24^1/_2$
3-й	$21^7/_8$	$25^3/_8$
4-й	22	$28^1/_2$
5-й	$22^1/_4$	$21^7/_8$
6-й	$22^1/_8$	$19^1/_4$
7-й	22	$21^1/_2$
8-й	$22^1/_4$	$23^5/_8$

Для оценки остальных трех планов Чарлз решил начать с портфеля стоимостью 4000 долл., разделенного между данными акциями поровну. Он предпочел сумму 4000 долл., так как она соответствовала объему средств, инвестированному в обе акции за год при использовании плана усреднения издержек. Для оценки портфеля и внесения при необходимости в него изменений он решил использовать те же 8 временных отрезков, заданных ранее. Для каждого из трех оцениваемых планов с применением этих данных он зафиксировал следующие точки переключения.

План постоянной суммы. Всякий раз, когда стоимость спекулятивной части портфеля составляет на 13% больше или меньше своей начальной стоимости в 2000 долл., портфель реструктурируется для приведения спекулятивной части к исходной стоимости 2000 долл.

План постоянного соотношения. Всякий раз, когда стоимость спекулятивной части портфеля, отнесенная к стоимости консервативной ее части, больше или равна 1,15 либо меньше или равна 0,84, портфель реструктурируется посредством продажи или покупки активов соответственно для приведения этого отношения к своему исходному значению 1,0.

План переменного соотношения. Всякий раз, когда стоимость спекулятивной части портфеля возрастает до отметки 0,54 общей его стоимости, ее доля должна быть снижена до 46%; и всякий раз, когда стоимость спекулятивной части портфеля падает ниже отметки 0,38 общей стоимости портфеля, ее доля должна быть увеличена до 50%.

Вопросы

1. При использовании плана усреднения издержек определите: 1) общее число купленных акций; 2) средние издержки на акцию; 3) стоимость портфеля на конец года, представленную как в номинальном, так и в процентном выражении от суммы средств, вложенных в: а) консервативную акцию; б) спекулятивную акцию; в) портфель в целом.
2. Используя план постоянной суммы, определите стоимость портфеля на конец года, представленную как в номинальном, так и в процентном выражении от суммы, первоначально вложенной в: 1) консервативную часть; 2) спекулятивную часть; 3) портфель в целом.
3. Ответьте на все вопросы задания 2 применительно к плану постоянного соотношения.
4. Ответьте на все вопросы задания 2 применительно к плану переменного соотношения.
5. Сравните и определите различия между результатами решения задач 1—4. Возможно, вы пожелаете представить их в табличной форме. Какой из планов является наиболее предпочтительным для определения временного графика портфельных операций Чарлза за прошлый год? Объясните.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Anrig, Greg, Jr. "Figuring Your Own Fund's Performance", *Money*, June 1986, p.113.

Boroson, Warren. "Stop That Loss!" *Sylvia Porter's Personal Finance*, November 1986, pp. 83—84.

Edleson, Michael E. "Value Averaging: A New Approach to Accumulation". *AAII Journal*, August 1988, pp. 11—14.

Giese, William. "7 Deadly Investment Sins and How to Avoid Them". *Changing Times*, July 1989, pp. 54—58.

Gottschalk, Earl C., Jr. "Investors Turn to Stop and Limit Orders to Guard Against Stock Market Savings". *The Wall Street Journal*, February 24, 1988, p. 27.

Jacob, Nancy, and R. Richardson Pettit. *Investments*, 2nd edition. (Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1988), Chapter 22.

Radcliffe, Robert C. *Investment: Concept, Analysis and Strategy*, 2nd edition. (Glenview, IL: Scott, Foresman and Company, 1987), Chapter 21.

Sivy, Michael. "Putting Together a Portfolio with a 10% Yield". *Money*, July 1989, pp. 7—14.

Updegrove, Walter L. "To Keep Profits on a Roll, Stay Tuned on the Business Cycle". *Money*, May 1989, pp. 169—172.

Wiener, Daniel P. "When It's Right to Sell a Stock". *U.S. News & World Report*, October 24, 1988, pp. 74—75.

ЧАСТЬ VI

Инвестиционное управление на базе компьютерных технологий: управление портфелем

Сперва инвестор должен потратить много времени и усилий, оценивая свое финансовое положение, определяя финансовые задачи и инвестиционные цели, исследуя финансовые рынки и инвестиционные инструменты, и, наконец, по прошествии времени, сформировать инвестиционный портфель, который соответствует избранной стратегии и способствует достижению инвестиционных целей. Затем задача формирования уступает место задаче управления. Как и сами финансовые рынки, портфель отнюдь не статичен. Чтобы портфель все время отвечал ожиданиям инвестора, необходимо проводить его непрерывный мониторинг с целью выявления и устранения недостатков, возникших в результате изменений рынков и мировой экономики в целом. Управление инвестиционным портфелем и его мониторинг могут оказаться утомительными и отнимающими много времени занятиями. Хотя портфель составляет существенную часть благосостояния инвесторов, не каждый индивид обладает достаточным временем для выполнения этих функций, а большинство людей не могут позволить себе пользоваться услугами профессионального портфельного менеджера. Следовательно, индивидуальный инвестор должен сделать все возможное за отведенное время. Компьютерное программное обеспечение специально для портфельного управления и мониторинга дает инструментарий для эффективного выполнения данного процесса. Некоторые из таких программ перечислены ниже.

- *Computer Portfolio Manager* (*Dynacomp, Inc., The Dynacomp Office Building, 178 Phillips Rd., Webster, NY 14580; (716) 671-6160, (800) 828-6772;* 79,95 долл.; компьютеры *Apple II*). Программа управления портфелем, включающая все необходимые функции портфельного учета. Генерирует различные профессиональные отчеты. Пользователь может задавать инвестиционные категории. Не позволяет автоматически обновлять портфель посредством телефонной связи.
- *Portfolio Manager* (*Walton Group, 12 Chestnut Street, Boston, MA 02108; (617) 720-4996;* 195 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Использует аналитический инструментарий для измерения инвестици-

онных результатов и информирования о них. Генерирует пять видов отчетов, дающих информацию обо всех аспектах портфеля. Использует показатели "бета" акций и скорректированные на их основе отдачи для измерения риска в ходе вычислений. Включает набор мини-блоков, позволяющих пользователям просматривать, исправлять и записывать в другом порядке свои данные по ценным бумагам. Система дает возможность обновлять котировки через *Dow Jones New/Retrieval* и другие базы данных, а также взаимодействует с электронными таблицами, например *Lotus 1-2-3*.

- *Portfolio Pro* (*Personal Micro Services, 1758 Deerpath Court, Suite 1018, Naperville, IL 60565; (312) 420-7108;* 69,95 долл.; компьютеры *Apple II, IBM PC* и совместимые с ними). Программа портфельного управления, которая может быть использована для мониторинга инвестиций в акции, облигации, драгоценные металлы, индивидуальные пенсионные счета *(IRA)*, а также другие ценные бумаги. Может использоваться для создания портфелей, обновления котировок, регистрации дивидендов и процентов, а также занесения других данных. Программа показывает текущую портфельную позицию, соответствующий налоговый график, закрытые позиции и инвестиционный отчет, демонстрирующий реализованные и нереализованные доходы и убытки. Программа также вычисляет отдачу за период владения, доходность в годовом выражении и срок от момента покупки (в месяцах) по каждой ценной бумаге.
- *Rory Tycoon Portfolio Manager* (*Coherent Software Systems, 771 Antony Road, Portsmouth, RI 02871; (401) 683-5886;* 49,95 долл. базовая версия, 99,95 долл. — продвинутая; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Организует записи, отслеживает и создает отчеты по 2500 вложениям в акции, облигации, опционы, денежные счета, депозитные сертификаты, драгоценные металлы и т.д. Программа вычисляет чистую стоимость собственных средств, прибыли/убытки, доходность к погашению, распределение активов, маржу, издержки на брокерские услуги и многое другое. Можно проводить вычисления для отдельных вложений, их категорий или для портфеля в целом. Программа генерирует и выводит на печать 19 отчетов, включая определенные налоговые схемы. Существует возможность получать котировки ценных бумаг в различных интерактивных системах данных.
- *Stock Portfolio Allocator* (*Portfolio Software, Inc., 14 Lincoln Avenue, Quincy, MA 02170; (617) 328-8248;* 35 долл.; компьютеры *IBM PC* и совместимые с ними). Помогает инвестору минимизировать риск вложений с помощью автоматически генерируемых структур портфеля, характеризуемых наименьшим возможным риском для заданного уровня отдачи. Математический инструментарий современной портфельной теории используется для выработки рекомендаций инвесторам по поводу того, сколько акций каждого типа покупать для включения в портфель. Программа содержит встроенную базу данных для хранения информации о котировках акций, дивидендах и нормах отдачи.
- *Stock Portfolio System* (*Smith Micro Software, Inc., P.O. Box 7137, Huntington Beach, CA 92615; (714) 964-0412;* компьютеры *IBM PC XT, AT, jr.*, совместимые с ними, *Macintosh:* 225 долл.; *Apple II:* 185 долл.) Эта программа подготавливает отчет о стоимости портфеля, отчет о прибылях и убытках, кроме ввода информации вручную обеспечивает автоматиче-

ское обновление данных через систему *Dow Jones News/Retrieval.* Система отслеживает денежные вложения; генерирует отчеты о дивидендном и процентном доходе, отчеты об издержках; содержит информацию о текущем состоянии налогового законодательства; производит своевременное оповещение (о ценных бумагах, переходящих в категорию долгосрочных, сроках выплаты дивидендов/процентов по облигациям, окончании действия опционов). Программа также ведет учет маржевого счета, вычисления продажи опционов, отдачи на инвестиции, чистой стоимости собственных средств, проводит стратегию усреднения позиции, сохраняет ряды котировок в базе данных. Система может быть расширена для получения непосредственного доступа к финансовым новостям.

Замечание. Приведенный выше список программ следует рассматривать в качестве иллюстрации, а не как рекламный или рекомендательный. Цены и телефонные номера даны по состоянию на дату публикации и, естественно, могут быть изменены без дополнительного извещения.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А Источники финансовой информации

Приложение Б Финансовые таблицы

Приложение В Краткие сведения о программах профессиональной сертификации

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Источники финансовой информации

Финансовые издания, журналы и газеты

Книги для инвесторов

Источники информации

Издания коммерческих банков

Профессиональные журналы и издания

Академические журналы

Издания правительственных и неправительственных организаций

Информация для инвесторов, распространяемая по подписке

Справочные издания по взаимным фондам

Инвестиционные бюллетени

Взаимные фонды "без нагрузки"

Взаимные фонды "с нагрузкой"

Ведущие независимые организации взаимных фондов и их политика относительно перевода средств

Финансовые издания, журналы и газеты

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
The Wall Street Journal	Ежедневно	Dow Jones & Co., Inc., New York	Деловые, финансовые и международные новости общего характера, рыночные котировки.
American Stock Exchange Weekly Bulletin	Еженедельно	American Stock Exchange, New York	Обзор биржевой торговли за неделю.
Barron's	Еженедельно	Dow Jones & Co., Inc., New York	Финансовые и инвестиционные новости, информация о товарах, международной торговле; обширные данные о рыночных котировках в недельном режиме и обзор.
Comex Weekly Market Report (медь, серебро и золото)	Еженедельно	Comex, New York	Торговая активность и тенденции на рынках металлов и фьючерсных рынках; статистика.
Economist	Еженедельно	Economist Newspaper, Ltd., London	Экономические и политические новости и тенденции. Взгляд из Европы на деловые и политические события в США.
Media General Financial Weekly; Market Digest	Еженедельно	Media General Financial Weekly, Richmond	Статистический "монстр", публикующий исчерпывающие данные по тысячам ценных бумаг и оценки групп и подгрупп акций. Также отслеживает взаимные фонды и печатает детальные выдержки из исследовательских отчетов брокерских фирм, комментарии к ситуации на рынке и консультационные инвестиционные бюллетени.
Investor's Daily	Ежедневно	Investor's Daily, Los Angeles	Аналогично *Wall Street Journal*, но с бо́льшим количеством статистики и меньшим объемом статей.
National OTC Stock Journal	Еженедельно	OTC Stock J., Inc., Denver	Называет себя "Американское финансовое еженедельное издание о продаваемых на внебиржевом рынке акциях". Часто характеризуется как издание о "мелких акциях" *(penny-stock)*, но освещает многие инвестиционные вопросы, к примеру финансовое планирование и защиту инвестора. Универсальное пособие в условиях риска.
Fortune	Два раза в неделю	Time, Inc., New York	Деловые и экономические события; оценка определенных отраслей и корпораций; уделяет внимание банковскому сектору и новостям энергетики.
Financial World	Раз в две недели	Financial World Partners, New York	Инвестиционный анализ и прогнозы по конкретным компаниям и отраслям.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Forbes	Раз в две недели	Forbes, Inc. New York	Общеэкономические и финансовые новости; сообщения о различных корпорациях, менеджерах, акциях и отраслях. В августовском номере — ежегодный обзор результатов деятельности взаимных фондов.
Changing Times	Ежемесячно	Kiplinger Washington Editors, Inc., Washington	Статьи на темы, интересные потребителям, о налоговом и личном финансовом планировании.
Futures	Ежемесячно	Futures Magazine, Inc., Cedar Falls	Графики, иллюстрации, статистика, статьи о товарных и фьючерсных рынках.
Inc.	Ежемесячно	Inc. Publishing Corp., Boulder	Акцентирует внимание на практических вопросах финансового управления, продаж, маркетинга, управления и операций для небольших растущих компаний.
Money	Ежемесячно	Time, Inc., Boulder	Материалы для управления личными финансами: тенденции фондового рынка, планирование операций с недвижимостью, налоги, "налоговые убежища", а также потребительская тематика.
National Real Estate Investor	Ежемесячно	Communication Channels Inc., Atlanta	Статьи, обзоры книг, текущие вопросы финансирования операций с недвижимостью, маркетинга, предложения о создании товариществ, а также вопросы налогообложения для профессионалов и серьезных инвесторов.
Nation's Business	Ежемесячно	Chamber of Commerce of the United States, Washington	Прогнозы, анализ, интерпретация тенденций и событий в бизнесе и политике.
New York Stock Exchange Statistical Highlights	Ежемесячно	New York Stock Exchange, New York	Обновляемая информация о торговле на *NYSE*.
Open Outcry	Ежемесячно	Chicago Mercantile Exchange, Chicago	Отчеты об операциях на *CME*.
Personal Investor	Два раза в месяц	Plaza Communications Inc., Irvine	Информация для практической деятельности инвесторов: от взаимных фондов до вложений в породистых лошадей. Содержит разделы: "Перспективы", "Процентные ставки", "Фьючерсы", "Предметы коллекционирования и личные финансы".
American Stock Exchange Quarterly Report	Ежеквартально	American Stock Exchange, New York	Ежеквартальные отчеты о деятельности биржи.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Everybody's Money	Ежеквартально	Credit Union National Association, Madison	Издание, посвященное семейным финансам и потребительским объединениям.
Journal of Financial Planning Today	Ежеквартально	New Directions Publications, Inc., Lake Worth	Статьи об управлении личными финансами, планировании операций с недвижимостью, налогах, "налоговых убежищах", взаимных фондах, товарах, акциях и облигациях.
Action in The Marketplace: Trading Commodity Futures	Обновляется ежегодно	Chicago Board of Trade, Chicago	Описание деятельности на Чикагской бирже и функционирования товарных рынков.
New York Stock Exchange Fact Book	Ежегодно	New York Stock Exchange, New York	Описание операций на *NYSE*.

Книги для инвесторов

АВТОРЫ, НАЗВАНИЕ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Barron's Finance and Investment Handbook	Barron's Education Series, Inc., Hauppauge	Проводится анализ фундаментальных факторов при инвестировании, обсуждаются варианты инвестиций, доступных для частных лиц. Объясняется, как читать годовые отчеты и финансовые новости; содержит словарь из 2500 ключевых терминов. Включает листинги и адреса эмитентов акций, котируемых *NYSE, AMEX, NASDAQ (NMS)*, наряду со справочными текущими и ретроспективными данными о взаимных фондах, инвестиционных бюллетенях и финансовых организациях.
How to Buy Stocks Brendan Boyd and Louis Engel	Little, Brown Publishers, Inc., Waltham	Классическое руководство, посвященное механизму действия рынка и взаимодействию с брокерами и инвестиционными фирмами.
Intelligent Investor Benjamin Graham with Warren Buffet	Harper & Row Publishers, Inc., Scranton	Бенджамин Грэхэм был пионером современного анализа ценных бумаг. Системы подбора акций появляются и исчезают, но фундаментальные теории Грэхэма, впервые опубликованные в 1949 г. и несколько раз переработанные, применимы до сих пор.
Investment Fundamentals: A Guide to Becoming a Knowledgeable Investor Lawrence J. Gitman and Michael D. Joehnk	Harper & Row Publishers, Inc., Scranton	Элементарное пособие, разъясняющее инвесторам все про инвестиционные инструменты и демонстрирующее, как самостоятельно провести вычисления для определения того, является ли вложение подходящим в их финансовом положении.

АВТОРЫ, НАЗВАНИЕ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Random Walk Down Wall Street Burton G. Malkiel	Norton, W. W. & Co., Inc., New York	Представляет наблюдения об ипотечных ценных бумагах, бескупонных облигациях и других инвестиционных инструментах, доступных на современном рынке. Также включает ставшее классическим исследование автора на тему, почему курсы акций непредсказуемы.

Источники информации

ИЗДАНИЕ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Broker-Dealer Directory	Reference Services Center for Electronic Records National Archives and Records Admin., Washington	Перечень брокеров-дилеров, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам *(SEC)*.
Business Information Sources Rev. ed. (издание пересмотренное)	University of California, Berkeley	Библиографическое руководство на темы бизнеса с разделом, посвященным источникам инвестиционной информации.
Encyclopedia of Business Information Services	Gale Research Company, Detroit	Развернутый список источников деловой и инвестиционной информации.
The Fortune Investment Information Directory	The Dushkin Publishing Group,Guilford	Руководство по источникам инвестиционной информации: периодические издания, книги, курсы, записи, теле- и радиопередачи, программное обеспечение и базы данных, а также деятельность объединений инвесторов.
Directory of Investment Advisors	McGraw-Hill Publishing, Charlottesville	Перечень инвестиционных консультантов, зарегистрированных в *SEC*.
Money Market Directory	Money Market Directories, Inc., Charlottesville	Информация по управлению инвестициями, в том числе о фондах, освобожденных от налогообложения, инвестиционных услугах и исследовательских подразделениях брокерских фирм.
SIE Catalog	Select Information Exchange, New York	Нерегулярно выпускаемый каталог, содержащий данные о публикациях и услугах, связанных с бизнесом и инвестициями в США и за их пределами.
Ulrich's International Periodicals Directory	R.R. Bowker Company, New York	Подробный справочник по периодическим изданиям, публикуемым в США и за их пределами.

Издания коммерческих банков

Большинство крупных коммерческих банков регулярно публикует обзоры, часто бесплатные, посвященные различным аспектам экономики, бизнеса и финансовых рынков. Ежеквартальный индекс статей и обзоров, опубликованных в изданиях 50 американских и канадских банков, можно получить в библиотеках большинства бизнес-школ.

ИЗДАНИЯ ОТДЕЛЬНЫХ ВЕДУЩИХ БАНКОВ

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Economic Week	Еженедельно	Citibank Economics Dept., New York	Еженедельный бюллетень об экономических тенденциях в США, потребительских ценах, положении в строительстве, обменных курсах и запасах.
Financial Digest	Дважды в неделю	Manufacturers Hanover Trust Company, New York	Отдельные статистические данные Федеральной резервной системы, объемы банковского кредитования, индикаторы деловой активности, рынок ценных бумаг, нью-йоркский и международный денежные рынки и т.д.
Wells Fargo Economic Monitor	Ежемесячно	Wells Fargo Bank Economics Division, San Francisco	Специальная серия изданий по бизнесу и финансам. Оперативные обзоры: 1. Страна. Посвящен анализу текущего делового климата и его тенденциям в США и за рубежом наряду с прогнозами основных экономических индикаторов. 2. Калифорния. Аналогичный анализ, посвященный Калифорнии. 3. Денежно-кредитный рынок. Освещаются политика ФРС и административных органов власти, динамика процентных ставок и прогнозируется уровень ставки для первоклассных заемщиков. Подписчики могут непосредственно обратиться по телефону в экономический департамент банка Wells Fargo, чтобы получить ответы на вопросы в области бизнеса и финансов.
Business Review	Дважды в месяц	Wells Fargo Bank, San Francisco	Обзор общеэкономической ситуации на западе США.
Economic Report	Дважды в месяц	Manufacturers Hanover Trust Company, New York	Посвящено мировой экономике, включая международную торговлю.
Financial Talk	Дважды в месяц	Harris Bank, Chicago	Бюллетень о финансовых продуктах и услугах, ориентированный на потребителей.
Economic Outlook	Ежегодно	Bank of America, San Francisco	Три отдельных обзора экономического роста в мире, США и Калифорнии. Оценка перспектив роста, инфляции, капитальных инвестиций, тенденций финансового рынка, регионального развития и основных секторов промышленности.

Профессиональные журналы и издания

Многие журналы адресованы непосредственно профессиональным брокерам, аналитикам и портфельным менеджерам, но содержат статьи и материалы, которые могут быть интересны для широкого круга инвесторов. Эти журналы имеются в большинстве публичных и университетских библиотек. Приведем некоторые из подобных изданий, которые могут оказаться наиболее интересными для инвесторов.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Bond Buyer	Ежедневно	Bond Buyer, New York	Газета освещает международные финансовые и экономические новости, информирует о состоянии денежных рынков, торговли государственными и корпоративными облигациями, а также фондового рынка.
Financial Services Times	Еженедельно	M&S Communications, Inc., Newton	Газета для специалистов по финансовому планированию, содержащая статьи о страховых инструментах, инвестициях, банковском деле, взаимных фондах и т.п.
National Underwriter: Life and Health Insurance	Еженедельно	National Underwriter Customer Service, Cincinnati	Еженедельная газета, содержащая статьи о страховых инструментах, маркетинге, регулировании, налогообложении и связанных с ними вопросах. Печатаются интервью с ведущими менеджерами в сфере страхования, новости компаний, информация о тенденциях в отрасли, статистика, а также выходят специальные выпуски, посвященные значительным событиям для страховой отрасли.
Property and Casualty Insurance	Еженедельно	National Underwriter Customer Service, Cincinnati	Издание, аналогичное предыдущему, посвящено имущественному страхованию и страхованию от несчастных случаев.
Wall Street Transcript	Еженедельно	Wall Street Transcript Corp., New York	Профессиональное издание для специалистов в области бизнеса и финансов; воспроизводит тексты изданий отдельных брокерских фирм, выступления и интервью ведущих инвестиционных менеджеров и другие полезные материалы о компаниях, слияниях и новых выпусках ценных бумаг.
Successful Estate Planning Ideas & Methods	Дважды в неделю	Paramus	Практичные, проверенные функциональные идеи и методы, применяемые в настоящее время при планировании операций с недвижимостью.
Bests Review: Life/Health Insurance Edition	Ежемесячно	A.M. Best Co,. Oldwick	Статьи, очерки и комментарии на темы, связанные со страхованием жизни и здоровья. Книжные обозрения.
Financial & Estate Planning	Ежемесячно	Commerce Clearing House, Chicago	Четыре тома для профессионала, содержащие описание стратегий, форм, приемов планирования, а также список текущих материалов на темы финансового и риэлторского планирования.
Institutional Investor	Ежемесячно	Institutional Investor Systems, Inc., New York	Статьи, представляющие особый интерес для менеджеров крупных институциональных портфелей.
Journal of Taxation	Ежемесячно	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Национальный профессиональный журнал, содержащий информацию о последних событиях и комментарии для практиков в сфере налогов; включает множество статей и регулярных рубрик, посвященных налоговым рекомендациям и идеям налогового планирования, представляющим интерес для искушенных инвесторов.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
National Real Estate Investor	Ежемесячно	Communication Channels, Inc., Atlanta	Важный журнал, сообщающий о событиях в сфере недвижимости, финансов, инвестиций и управления. Каждый выпуск содержит материалы, посвященные обстановке на рынках недвижимости примерно в пяти различных районах или городах.
The Practical Accountant	Ежемесячно	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Журнал, содержащий рекомендации по налоговой экономии и налоговому планированию наряду с другими материалами, связанными с бухгалтерским учетом. Как правило, статьи представляют интерес для практикующих бухгалтеров, но многие материалы могут быть интересны искушенному инвестору.
Property/Casualty Insurance Edition	Ежемесячно	A.M. Best Co., Oldwick	Статьи, очерки и комментарии на темы, связанные со страхованием имущества или от несчастных случаев. Книжные обозрения.
Taxation for Accountants	Ежемесячно	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Национальный ежемесячный профессиональный журнал по вопросам налогообложения для практикующих учетных работников, включает множество статей, заметок и комментариев, часто содержащих идеи налогового планирования, представляющие интерес для искушенных инвесторов.
Taxes: The Tax Magazine	Ежемесячно	Commerce Clearing House, Inc., Chicago	Публикуется для развития теории экономических, юридических и учетных принципов, связанных с налогообложением на федеральном и местном уровнях. Содержит статьи по животрепещущим вопросам налогообложения и материалы о последних изменениях в данной сфере.
The Tax Advisor	Ежемесячно	American Institute of Certified Public, Accountants, New York	Издаваемый Американским институтом дипломированных специалистов по финансовому учету *(CPA)* для учетных работников, журнал тем не менее содержит многочисленные практические рекомендации и информационные материалы по налогам для искушенных инвесторов. Включает также заметки о последних событиях в данной области, налоговом законодательстве, а также тенденциях в налогообложении и налоговом планировании.
Practical Lawyer	8 раз в год	American Law Institute — American Bar Assoc., Philadelphia	Журнал для практикующих юристов в доступной форме излагает множество идей в сфере налогообложения и налогового планирования, которые могут быть полезны искушенному инвестору.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Estate Planning	Дважды в месяц	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Национальный профессиональный журнал для юристов, учетных и страховых специалистов, практиков, занимающихся операциями траста и инвестированием, который посвящен вопросам планирования операций с недвижимостью, управления активами семьи и недвижимостью.
Estates, Gifts & Trusts	Дважды в месяц	Bureau of National Affairs Tax Management, Inc., Washington	Практические рекомендации и изложение последних событий для принятия квалифицированных решений при планировании операций с недвижимостью.
Financial Analyst Journal	Дважды в месяц	Financial Analysts Journal Publications Dept., Charlottesville	Статьи и очерки, представляющие интерес для аналитиков фондового рынка.
Journal of the American Society CLU & ChFC	Дважды в месяц	American Society of Chartered Life Underwriters-ChFc, Bryn Mawr	Страховое образование, планирование налогов и операций с недвижимостью, страхование в бизнесе.
Benefits Quarterly	Ежеквартально	International Society of Certified Employee Benefit Specialists (ISCEBS), Brookfield	Цель издания — информировать специалистов по пенсионным программам о последних событиях, тенденциях, проблемах, изменениях налогов и законодательства в данной области.
CFA Digest	Ежеквартально	Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville	Выдержки из статей, опубликованных в академических и профессиональных журналах, представляющие особый интерес для специалистов в области инвестиций.
Institute of Certified Financial Planners	Ежеквартально	*Institute of Certified Financial Planners, Denver*	Содержит статьи, относящиеся к тематике финансового планирования.
Journal of Real Estate Taxation	Ежеквартально	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Для профессионалов и искушенных инвесторов; статьи по животрепещущим вопросам налогообложения, о законодательном процессе, недавних судебных делах, налоговой стратегии и тактике, связанных с инвестициями в недвижимость.
Practical Tax Lawyer	Ежеквартально	ALI—ABA Committee on Continuing Professional Education, Philadelphia	Публикуется в сотрудничестве с Сектором налогообложения Американской банковской ассоциации *(ABA)*. Этот журнал концентрирует внимание на практических аспектах налогового законодательства.
Real Estate Review	Ежеквартально	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Это издание спонсируется Институтом недвижимости Нью-Йоркского университета. Содержит статьи по всем практическим аспектам операций с недвижимостью и сопряженным с ними вопросам, написанные экспертами — риэлторами, юристами и специалистами по учету. Содержит раздел обзрения книжных новинок.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
The Review of Taxation of Individuals	Ежеквартально	Warren, Gorham & Lamont, Inc.,Boston	Статьи, эссе, решения, идеи планирования, другие вопросы, представляющие интерес для практикующих налоговых поверенных, учетных работников, специалистов по планированию операций с недвижимостью, адвокатов компаний, исполнительных служащих и лиц, получающих высокие доходы.
Bests' Flitcraft Compend	Ежегодно	A.M. Best Co., Oldwick	Информация о полисах, ставках, стоимости и дивидендах большинства американских компаний, занимающихся страхованием жизни. В конце издания — данные об аннуитетах более чем 50 компаний; условия окончания действия полисов, таблицы денежной стоимости, смертности, сложного процента, амортизации закладных, текст Закона о социальном обеспечении, анализ программы Медикейр.
Bests' Insurance Reports Life-Health (Property-Casualty)	Ежегодно	A.M. Best Co., Oldwick	Перечислены канадские компании, проводящие страхование жизни или здоровья, имущества или от несчастных случаев; как правило, приводятся краткая корпоративная история, данные об управлении и функционировании, активах и обязательствах; инвестиционная информация, операционный комментарий; статистика о росте компании, действующих полисах, новых направлениях бизнеса. Каждой компании присваивается рейтинг финансовой устойчивости.
Insurance Facts	Ежегодно	Insurance Information Institute, New York	Приводятся основные факты, относящиеся к страхованию имущества и от несчастного случая. Для редакторов, журналистов, студентов и специалистов в области страхования.
Life Insurance Fact Book	Ежегодно	American Council of Life Insurance, Washington	Предлагает статистические таблицы, графики и описательные материалы о страховании жизни в США. Включает краткую ретроспективную информацию и глоссарий.
REIT Fact Book	Ежегодно	National Association of Real Estate Investment Trusts, Washington	Обзор 25 лет работы *REIT*. Включает ретроспективную статистику и данные годовых отчетов, а также последнюю информацию по отрасли.

Академические журналы

Данные журналы будут интересны искушенным инвесторам, желающим быть в курсе последних достижений финансовой и инвестиционной теории и ее приложений.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Journal of Finance	5 раз в год	The Journal of Finance American Finance Association, New York	Научные статьи на финансовую тематику, включая инвестиции.
Journal of Financial and Quantitative Analysis	4 раза в год	JFQA, Graduate School of Business University of Washington, Seattle	Научные статьи на финансовую тематику, включая инвестиции.
Financial Management	Ежеквартально	Financial Management Assoc. College of Business Adm. Univ. of South Florida, Tampa	Научные статьи с прикладной ориентацией, акцентирующие внимание на вопросах финансового управления и инвестициях.
Journal of Business	Ежеквартально	University of Chicago Press, Chicago	Сложные научные статьи на темы бизнеса и инвестиций.
Journal of Financial Economics	Ежеквартально	Elsevier Sequoia S.A., Switzerland	Профессиональные, насыщенные математическими формулами научные публикации на темы инвестиций, определения стоимости ценных бумаг, портфельного анализа и динамики спекулятивных рынков.
Journal of Portfolio Management	Ежеквартально	Institutional Investor Systems, Inc., New York	Тенденции и разработки в управлении крупными портфелями; содержит как теоретические, так и прикладные материалы.
Journal of Financial Research	Ежеквартально	Journal of Financial Research Dept. of Finance College of Business Arizona State University, Tempe	Научные статьи на темы финансов, включая финансовое управление, инвестирование, финансовые организации, теорию рынков капитала и портфельную теорию.
Journal of Risk and Insurance	Ежеквартально	American Risk and Ins. Association c/o Dr. David Klock Executive Director Dept. of Finance College of Business University of Central Florida, Orlando	Научные статьи по вопросам, связанным со страхованием.

Издания правительственных и неправительственных организаций

ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ ИЗДАНИЯ

Различные правительственные агентства публикуют документы, содержащие детальные статистические данные буквально обо всех аспектах бизнеса, финансов и состояния экономики. В большинстве публичных и университетских библиотек можно найти основные издания, в том числе:

Business Condition Digest (ежемесячно)
Business Statistics (раз в два года)
Economic Indicators (ежемесячно)

Long Term Economic Growth (книга)
Statistical Abstract of U.S. (ежегодно)
Survey of Current Business (ежемесячно)
U.S. Industrial Outlook (ежегодно)

Информацию об этих изданиях, включая цены и описание содержания, можно получить по адресу:

Superintendent of Documents
U.S. Government Printing Office
Washington, DC 20402

Federal Reserve Bulletin	Ежемесячно	Federal Reserve System, Board of Governors, Publications Dept., Washington	Covers the U.S. Federal Reserve system and its activities.

ФЕДЕРАЛЬНЫЕ РЕЗЕРВНЫЕ БАНКИ

Каждый из 12 региональных банков издает еженедельные, ежемесячные, ежеквартальные и ежегодные бюллетени, которые посвящены текущим экономическим вопросам, кредитно-денежной политике, состоянию деловой активности, рынкам денег и облигаций, а также банковскому делу и финансам. Большинство изданий распространяется бесплатно. Информацию об изданиях можно получить в перечисленных банках.

Federal Reserve Bank of Atlanta
Federal Reserve Bank of Boston
Federal Reserve Bank of Cleveland
Federal Reserve Bank of Chicago
Federal Reserve Bank of Dallas
Federal Reserve Bank of Kansas City
Federal Reserve Bank of Minneapolis
Federal Reserve Bank of New York
Federal Reserve Bank of Philadelphia
Federal Reserve Bank of Richmond
Federal Reserve Bank of St. Louis
Federal Reserve Bank of San Francisco

НЕПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ ИЗДАНИЯ

American Council of Life Insurance
1850 K Street
Washington, DC 20006
A Life Insurance Fact Book (бесплатно)
A list of Worthwhile Life and Health Insurance Books (бесплатно)

The American Economic Foundation
51 East 42 St.
New York, NY 10017
Стандартный пакет материалов (бесплатно)

American Stock Exchange
86 Trinity Place
New York, NY 10006
Каталог изданий (бесплатно)

Chamber of Commerce of the United States
1615 H Street NW
Washington, DC 20062
Список изданий (бесплатно)

Chicago Board of Trade
Literature Services
141 W. Jackson Blvd.
Chicago, IL 60604

Chicago Mercantile Exchange, Inc.
444 W. Jackson Blvd.
Chicago, IL 60604
Список библиографических и информационных источников (бесплатно)

Dow Jones & Company, Inc.
The Educational Service Bureau
Box 300, Princeton, NY 08540
Программы, услуги и материалы (бесплатно)

Dun & Bradstreet, Inc.
Public Relations Department
99 Church St.
New York, NY 10007
Бюллетени и справочники (бесплатно)

New York Stock Exchange
Information Bureau
Box 252 Wall Street Station
New York, NY 10005

Tax Foundation, Inc.
Каталог изданий
50 Rockefeller Plaza
New York, NY 10020

Информация для инвесторов, распространяемая по подписке

Если после изучения основ инвестирования, оценки личного финансового состояния и определения инвестиционных целей деньги уже вложены, то нужно провести мониторинг инвестиций, для того чтобы убедиться в том, что результаты соответствуют ожиданиям. Если это не так, вероятно, имеет смысл скорректировать портфель.

Эффективный мониторинг требует текущей информации. К сожалению, получение необходимых данных обычно требует значительных усилий и времени, которыми большинство людей, как правило, не располагают. Однако есть информационные агентства, предоставляющие необходимую текущую информацию по подписке в сокращенной форме и оперативном режиме. Эти услуги недешевы, но они обеспечивают необходимые исследовательские функции и предоставляют важную информацию. Данные агентства экономят время и силы, необходимые для того, чтобы должным образом отслеживать эффективность портфеля инвестиций.

Два наиболее известных агентства — это Standard and Poor's и Moody's Investors Services. Информационные продукты этих организаций представлены ниже.

STANDARD AND POOR'S 345 HUDSON STREET, NEW YORK, 10014

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Corporation Records	Обновляется ежедневно	Универсальное справочное издание по корпорациям в шести папках-вкладышах.
Dividend Record	Ежедневно; еженедельно; ежеквартально	Авторитетное издание о подробностях выплаты дивидендов.
Called Bond Record	Два раза в неделю	Сообщает об отзыве облигаций и тендерах, предложениях, связанных с образованием выкупного фонда, случаях невыполнения обязательств, предстоящих погашениях и т.д.
Creditweek	Еженедельно	Комментарий о тенденциях и перспективах ценных бумаг с фиксированными доходами, в том числе об инструментах денежного рынка, корпоративных и государственных облигациях. Ставки денежного рынка, доходности облигаций, федеральная статистика, предложение новых выпусков, кредитный анализ.
Daily Action Stock Charts	Еженедельно	Графическое изображение котировок большого числа акций в ежедневном режиме.
Registered Bond Interest Record	Еженедельно	Еженедельное издание, накапливающее данные, относящиеся к выплате процентов по зарегистрированным облигациям.
The Outlook	Еженедельно	Конкретные рекомендации по отдельным акциям. Анализ и прогноз деловых тенденций. Советы и статьи по определенным ситуациям, группам акций, отраслям, опционам и другим интересным для инвестора темам.
Review of Financial Services Regulation	Два раза в месяц	Анализ регулирования банковского и страхового бизнеса с практической точки зрения. Освещает широкий круг вопросов, в том числе: деятельность банков, предлагающих брокерские услуги; финансовое планирование; страховые компании, предлагающие финансовые услуги; потребительский кредит.
Bond Guide	Ежемесячно	Описательная и статистическая информация по 3000 корпоративных облигаций, почти 10 000 государственных, муниципальных облигаций (общего типа и доходных), по более чем 650 конвертируемым и более чем 200 иностранным облигациям.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Current Market Perspectives	Ежемесячно	Сборник графиков по 100 акциям, изображающих максимальную, минимальную цены и котировку закрытия за пять последних лет.
Stock Guide	Ежемесячно	Статистика и обзоры по более чем 5100 обыкновенным и привилегированным акциям, включенным в биржевой листинг и продаваемым на внебиржевом рынке. Также имеется специальный раздел, посвященный результатам деятельности свыше 380 взаимных фондов.
OTC Chart Manual	Дважды в месяц	Графические изображения динамики котировок наиболее активно продаваемых на внебиржевом рынке акций.
Daily Stock Price Record	Ежеквартально	Три набора выпусков, каждый из которых посвящен одному рынку — Нью-Йоркской фондовой бирже (более 2400 акций), Американской фондовой бирже (более 1000 акций) и внебиржевому рынку (более 4000 акций, включая более 500 взаимных фондов и 3500 банков, страховых и промышленных компаний).
Growth Stocks Handbook	Обновляется раз в полгода	Факты и статистика по более чем 300 акциям, демонстрировавшим ускоренный рост доходов на протяжении последних пяти лет.
Oil and Gas Stocks Handbook	Обновляется раз в полгода	Более 250 обзоров, посвященных акциям: национальных и зарубежных нефтяных компаний; предприятий по добыче газа и нефти; угольных компаний; перерабатывающих фирм; геолого-разведочных компаний; компаний по обслуживанию нефтяных скважин; оффшорных компаний по бурению скважин; компаний по строительству морских сооружений. Специальный редакторский обзор, оценивающий ситуацию в энергетической отрасли.
OTC Handbook	Обновляется раз в полгода	Обзоры по более чем 526 важным акциям внебиржевого рынка; наиболее крупным, наиболее активно продаваемым акциям; по акциям, котировки которых более всего выросли на внебиржевом рынке; по низко оцениваемым акциям, а также по отдельным банкам и страховым компаниям.
Analyst Handbook	Ежегодно (обновляется ежемесячно)	Статистические данные по акциям различных отраслей и отраслевые индексы *S&P*.
Register of Corporate Directors and Executives	Ежегодно (с дополнениями)	Справочник по руководящим работникам.
Industry Surveys	Ежегодно (с двумя дополнениями)	Обзор 65 ведущих отраслей под 32 рубриками. Тенденции и прогнозы. Бюллетень, который содержит экономические и отраслевые прогнозы; дополнение, посвященное доходам.
Stock Summary	Ежегодно	Сконцентрированная информация по широко продаваемым акциям, редакторские заметки, выделяющие отрасли, которые представляют интерес для инвесторов, а также индексы *S&P*. Обзор быстрорастущих акций, которые имели высокие темпы роста на протяжении пяти лет.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
ASE Stock Reports	Обновляется периодически	Статистика по обращающимся на Американской фондовой бирже выпускам, включая финансовые аспекты, текущие вопросы и т.п.
NYSE Stock Reports	Обновляется периодически	Статистика по множеству обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже выпусков, включая финансовую информацию, последние события и т.п.
OTC Stock Reports	Обновляется периодически	Обзор акций региональных компаний и выпусков, обращающихся на внебиржевом рынке.

MOODY'S INVESTOR SERVICES, INC. 99 CHURCH STREET, NEW YORK, 10007

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Dividend Record	Два раза в неделю и ежегодный выпуск в конце года	Информация о дивидендах по различным выпускам.
Bond Survey	Еженедельно	Комментарии и рекомендации по выпускам различных типов облигаций.
International Manual	Два раза в неделю	Деловая и финансовая информация по более чем 3000 ведущих корпораций и транснациональных организаций в 95 странах.
Bond Record	Ежемесячно	Выпуски, текущие курсы, цены отзыва, рейтинговые оценки и другая статистика по многочисленным облигациям.
Handbook of Common Stock	Ежеквартально	Статистика и информация по обыкновенным акциям.
Moody's Bank and Finance News Reports	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Факты и статистика по финансовым организациям.
Moody's Industrial Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Информация об акциях промышленных компаний, ретроспективные данные, менеджмент, финансовая статистика.
Moody's Municipal and Government Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Информация и рейтинги государственных, муниципальных и иностранных облигаций.
Moody's Public Utility Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Информация о предприятиях коммунального хозяйства, а также специальные исследования сегментов рынка.
Moody's Transportation Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Информация по транспортным компаниям (авиационным, железнодорожным, автобусным, трубопроводным, тоннельным и мостовым, фирмам-грузоперевозчикам).
OTC Industrial Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Справочное издание по более чем 2700 акциям, продаваемым на внебиржевом рынке.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
OTC Unlisted Manual	Ежегодно (приложение два раза в неделю)	Труднодоступная детальная информация по 2000 новых компаний, которые не прошли листинг ни на одной из ведущих бирж и не продаются в Национальной рыночной системе *(NASDAQ)*.

Справочные издания по взаимным фондам

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Mutual Fund Guide	Дважды в неделю	Commerce Clearing House Inc., Chicago	Освещает нормативное регулирование взаимных фондов со стороны федеральных властей и властей штатов.
United Mutual Fund Selector	Дважды в месяц	United Business Service Company, Boston	Данное издание оценивает взаимные фонды, включая фонды облигаций и муниципальных облигаций. Сообщает о новостях в сфере взаимных фондов; содержит таблицы и графики.
Fundline	Ежемесячно	Fundline, Woodland Hills	Издание по взаимным фондам "без нагрузки", содержащее рекомендации насчет продажи и покупки паев.
Growth Fund Guide	Ежемесячно	Growth Fund Research, Rapid City	24-страничное издание, отслеживающее хорошо зарекомендовавшие себя фонды. Ранжирует фонды по интенсивности колебаний стоимости портфеля акций.
Mutual Fund Trends	Ежемесячно	Growth Fund Research, Rapid City	Сборник диаграмм для инвесторов, вкладывающих средства в фонды "с нагрузкой" и "без нагрузки".
Mutual Fund Forecaster	Ежемесячно	Institute for Econometric Research, Fort Lauderdale	Прогнозируются результаты более чем 300 взаимных фондов и выделяются наиболее привлекательные из них для приобретения. Издание содержит список взаимных фондов, в котором представлены данные об их результатах, прогноз прибыли сроком на один год и рейтинговые оценки рискованности.
No-load Fund X	Ежемесячно	No-load Fund X, San Francisco	Ежемесячное издание, ранжирующее более чем 300 взаимных фондов "без нагрузки". Даются рекомендации по переводу средств в рамках одного семейства фондов.
Telephone Switch	Ежемесячно	Telephone Switch Newsletter, Huntington Beach	Ежемесячный бюллетень, содержащий конкретные рекомендации по определению времени перевода средств из фонда в фонд. Подписчики могут получить информацию об изменении рекомендаций по "горячей" телефонной линии.
Wiesenberger's Current Performance	Ежемесячно	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Приложение к изданию той же фирмы *Investment Companies* (см. ниже), содержащее детальную помесячную информацию о результатах взаимных фондов.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Donoghue's Money Letter	Дважды в месяц	Holliston	Посвящено исключительно взаимным фондам денежного рынка: результаты, структура портфеля, управление, текущие доходы.
Donoghue's Mutual Fund Almanac	Ежегодно	Holliston	Статистический обзор результатов более чем 850 взаимных фондов за десятилетнюю историю.
Morningstar's Mutual Fund Values	Дважды в неделю	Morningstar, Inc., Chicago	Глубокий и подробный анализ инвестиционного поведения и рыночных результатов почти 1000 взаимных фондов; рассматриваются характеристики и риска, и доходности.
Mutual Fund Investing	Ежегодно	Phillips Publishing Co., Potomac	Инвестиционные рекомендации, разработанные в соответствии с инвестиционными задачами инвесторов.
Wiesenberger Services, Inc. Investment Companies	Ежегодно	Warren, Gorham & Lamont, Inc., Boston	Многие профессиональные инвесторы считают это издание "библией" взаимных фондов и инвестиционных компаний. В нем приводятся информация, данные об управленческой политике и финансовые результаты по всем ведущим инвестиционным компаниям США и Канады. Публикуется ежегодно с поквартальным обновлением. Данное издание можно найти в большинстве публичных и университетских библиотек.

Инвестиционные бюллетени

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
American Banker	Ежедневно	American Banker/Bond Buyer, New York	Ежедневные новости и очерки, необходимые для работы банкиров в США.
Commodity Service	Еженедельно	Dunn & Hargitt, Inc., Lafayette	В издании приводятся диаграммы 34 наиболее активно продаваемых товаров. Содержатся рекомендации для проведения операций покупки и продажи.
Dow Theory Forecast	Еженедельно	Dow Theory Forecasts, Inc., Hammond	Прогнозы фондового рынка на основе теории Доу. Список выбранных акций, как правило, "голубых фишек".
RHM Survey of Warrants, Options & Low-Price Stocks	Еженедельно	RHM Associates Inc., Glen Cove	Инвестиционные рекомендации в отношении варрантов, опционов "колл" и "пут", а также недорогих акций. Таблицы и диаграммы.
The Kiplinger Washington Letter	Еженедельно	Kiplinger Washington Editors, Inc., Washington	Бюллетень с кратким комментарием тенденций деловой активности и адекватной правительственной политики, а также информация о занятости, инвестициях и процентных ставках.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
United Business & Investment Report	Еженедельно	United Business Service Company, Boston	Еженедельный бюллетень оценивает состояние фондового рынка и другие тенденции в области инвестиций. Содержит комментарии действий федеральных властей, таблицы.
Value Line Investment Survey	Еженедельно	Value Line, Inc., New York	Еженедельный вкладыш, посвященный деятельности примерно 1700 ведущих корпораций в различных отраслях. Диаграммы и графики.
Value Line Options & Convertibles	Еженедельно	Value Line Options & Convertibles, Value Line, Inc., New York	Оценка и анализ сотен конвертируемых облигаций, варрантов и опционов. По всей видимости, это исключительный источник информации для активных инвесторов.
Weekly Insider Report	Еженедельно	Vickers Stock Research, Huntington	Информация о сделках продажи или покупки более 500 акций, которые проводятся сотрудниками и директорами соответствующих корпораций, а также держателями крупных пакетов (более 10%).
Contrary Investor	Раз в две недели	Fraser Mgmt. Assoc., Burlington	Бюллетень, отстаивающий теорию "противоположного мнения" в инвестировании, в котором даются обзор и комментарий рекомендаций и тенденций с точки зрения традиционных инвестиционных позиций. Рекомендации о времени совершения сделок.
Value Line OTC Special Situations Service	Раз в две недели	Value Line, Inc., New York	Бюллетень-вкладыш содержит информацию для инвесторов, торгующих акциями на внебиржевом рынке.
Grant's Interest Rate Observer	Раз в две недели	Grant's Interest Rate Observer, New York	В этом литературном журнале о событиях в мире финансов бывший автор *Barron's* Джеймс Грант представляет удивительно творчески сконструированные индикаторы и статистику, а также дает полезные рекомендации в отношении инвестиций в ценные бумаги с фиксированными доходами.
Holt Investment Advisory	Дважды в месяц	Holt Advisory, West Palm Beach	Обсуждается состояние экономики и фондового рынка для инвесторов, ставящих на долгосрочный рост капитала.
InvesTech Market Letter	Дважды в месяц	InvesTech, Whitefish	Резюме и реакция на позицию редакторов других бюллетеней, технический анализ, выбор акций и взаимных фондов.
Investment Horizons	Дважды в месяц	Investment Horizons, Investment Information Services	Джеральд Перритт отслеживает акции малых компаний, не анализируемые глубоко профессиональными аналитиками. Например, один из выпусков разъясняет, почему бумаги небольших компаний коммунального хозяйства могут быть лучшим приобретением, чем акции крупных. Прекрасно подходит для интеллектуального инвестора.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Market Logic	Дважды в месяц	Market Logic, The Institute for Econometric Research Fort Lauderdale	Центральное издание Института эконометрических исследований, краткий, глубокий и панорамный путеводитель по фондовому рынку. Прогнозирует рыночную динамику и формулирует рекомендации по проведению операций. Много индикаторов и другого исследовательского инструментария.
Realty Stock Review	Дважды в месяц	Realty Stock Review Audit Investments, Inc., Montvale	Авторитетное издание по *REIT* и другим ценным бумагам, связанным с недвижимостью. Приводится рейтинг ценных бумаг, а также множество новостей компаний.
The Cabot Market Letter	Дважды в месяц	The Cabot Market Letter Cabot Farm/Orange St., Salem	Модельные портфели, линии трендов, рекомендуемые акции и рыночный комментарий в кратком и понятном изложении. Также обсуждаются взаимные фонды.
The Babson Staff Letter	Дважды в месяц	David L. Babson & Co., Cambridge	Имеющее привлекательную форму, образовательное издание одной из старейших компаний по управлению денежными средствами рассматривает различные аспекты — от вопроса, насколько высокий курс действительно высок, до переполоха в компьютерной отрасли.
The Insiders	Дважды в месяц	The Insiders, The Institute for Econometric Research, Fort Lauderdale	Издание, основанное на идее о том, что сотрудники и директора компаний, торгующие акциями собственных фирм, понимают суть дела. Собирает и трактует информацию *SEC* о купле-продаже ценных бумаг инсайдерами и формулирует рекомендации.
Technical Digest	20 раз в год (плюс раз в две недели спецвыпуск *HOTLINE*)	Technical Digest, New Vernon	Регулярный бюллетень для инвесторов, работающих на рынках акций и облигаций; содержит комментарии, диаграммы, статистику, рекомендации и резюме материалов других ведущих изданий.
The Asute Insiders	Каждые три недели	Investor's Analysis, Inc., Paoli	Роберт Нарок из *Wall Street Week* пишет о фондовом рынке, используя технический и фундаментальный аппарат. Один из лучших бюллетеней для интеллектуальных любителей фондового рынка.
Alan Shawn Feinstein Insiders Report	Ежемесячно	Alan Shawn Feinstein and Associates, Cranston	Рассказывает о нестандартных инвестиционных вариантах, профессиональных приемах, новых или необычных возможностях.
America's Fastest Growing Companies	Ежемесячно	Financial Data Systems, New York	Полезный сборник модельных портфелей, портретов компаний, рейтингов и статистики по небольшим компаниям и формирующимся отраслям. Не формулирует конкретных предложений насчет операций на рынке.
Better Investing Magazine	Ежемесячно	National Association of Investors Corporation, Royal Oak	Направления и рекомендации инвестиционного инструментария для объединений инвесторов. Инвестиционное образование: одна компания каждый месяц. Статьи общего плана на инвестиционные темы.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
Dines Letter	Ежемесячно	James Dine & Company, Belvedere	Объединяет важные технические, психологические и деловые индикаторы состояния рынков.
Forbes Special Situation Survey	Ежемесячно	Forbes Investors Advisory Institute, Inc., New York	Ежемесячный вкладыш, обсуждающий и рекомендующий приобретение одной спекулятивной бумаги каждого выпуска.
Forecasts & Strategies	Ежемесячно	Forecasts & Strategies Phillips Publishing, Inc., Potomac	Здравый смысл Марка Скоузена в применении к инвестициям, налогам, "частной финансовой жизни" с акцентом на налоговой экономии и отстранении правительства от ваших личных финансовых дел. Анализ новых продуктов, к примеру полисов страхования жизни с единовременным взносом и переменной ставкой.
Income & Safety	Ежемесячно	Income & Safety, The Institute for Econometric Research, Fort Lauderdale	Указатель безопасных сфер для сбережения и инвестирования с целью извлечения дохода, концентрирующий внимание на фондах денежного рынка, банковских счетах и фондах, освобожденных от налогообложения.
Real Estate Investing Letter	Ежемесячно	Real Estate Investing Letter, New York	Ежемесячный бюллетень, посвященный инвестициям в недвижимость, в том числе налоговым стратегиям амортизации и синдицированию в сфере недвижимости.
Robert Kinsman's Low-Risk Growth Letter	Ежемесячно	Robert Kinsman's Low-Risk Growth Letter, San Rafael	Рекомендуются вложения и модельные портфели для ориентированных на извлечение дохода читателей. Наряду с этим имеется множество материалов образовательного характера.
Stanger Register-Partnership Profiles	Ежемесячно	Robert A. Stanger and Company, Shrewsbury	Инвестиционная информация, листинги и рейтинги публичных и частных товариществ; идеи финансового планирования, разработки новых инвестиционных продуктов, а также статьи и очерки о различных инвестиционных инструментах, понятиях и стратегиях.
The Gourgues Report	Ежемесячно	Harold Gourgues Co., Inc., Atlanta	Практические инвестиционные рекомендации и информация для неинституциональных инвесторов.
The Investor's Guide to Closed-End Funds	Ежемесячно	The Investor's Guide to Closed-End Funds Thomas J. Herzfeld Advisors, Inc., Miami	Обновленная информация и рекомендации по упускаемым из виду фондам закрытого типа (в том числе иностранным) от единственной брокерской фирмы, которая по ним специализируется.
The McKeever Strategy Letter	Ежемесячно	The McKeever Strategy Letter, Medford	Джеймс Маккивер — один из наиболее уважаемых авторов бюллетеней; он начинает свои превышающие средний объем издания с эссе на экономические и рыночные темы, а затем формулирует рекомендации относительно акций, облигаций, металлов и валют.

ИЗДАНИЕ	ПЕРИОДИЧНОСТЬ	ИЗДАТЕЛЬ	ХАРАКТЕР ИНФОРМАЦИИ
The Stanger Report: A Guide to Partnership Investing	Ежемесячно	Robert A. Stanger and Company, Shrewsbury	Десятистраничный ежемесячный бюллетень, затрагивающий интересные темы, содержит схемы налогового планирования, новости и мнения относительно товариществ с ограниченной ответственностью и других инструментов для ухода от налогообложения.
AARP Bulletin	11 раз в год	AARP Bulletin, Washington	Для стимулирования лиц, достигших 50-летнего возраста и старше, находящихся на пенсии или продолжающих работать, к активному пенсионному планированию, независимости, с целью улучшения всех сторон жизни пожилых людей (здоровье, социальное обслуживание и путешествия).
Growth Stock Outlook	Два раза в месяц	Growth Stock Outlook, Inc., Chevy Chase	Обзоры отдельных акций с энергично растущими котировками. Даются конкретные рекомендации по продаже и покупке акций. (Издание бюллетеня *The Junior Growth Stock Outlook* было прекращено.)
MMI Memo	Раз в полгода	Household Finance Corporation, Money Management Institute, Prospect Heights	Бюллетень, посвященный потребительским вопросам и личным финансам.
Moody's Manuals and Financial Guides	Раз в полгода	Moody's Investors Services, Inc., New York	Брошюра, где перечисляются и описываются различные услуги и издания агентства *Moody's*, а также дается информация о ценах.
Source Book of Health Insurance Data	Раз в полгода	Health Insurance Association of America, Washington	Компиляция и изложение информации по страхованию здоровья.
Standard and Poor's Catalog of Services and Publications	Раз в полгода	Standard and Poor's, New York	Брошюра, где перечисляются и описываются различные услуги и издания агентства *Standard and Poor's*, а также дается информация о ценах. Кроме того, приводятся адреса филиалов и зарубежных офисов *S&P's*.

Взаимные фонды "без нагрузки"

Ниже приведен список взаимных фондов "без нагрузки". Список отнюдь не исчерпывающий, но содержит полезную информацию (адреса, номера телефонов и необходимые взносы) примерно для 150 ведущих фондов. Фонды также сгруппированы по таким категориям, как фонды роста, фонды, стремящиеся к максимальному приросту капитала, фонды текущего дохода, сбалансированные фонды, фонды муниципальных облигаций, фонды денежного рынка и специального назначения. (Адреса, телефонные номера и размеры необходимых взносов даны на дату публикации и могут быть изменены без предварительного извещения.)

ФОНДЫ РОСТА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
American Investors Income Box 2500 Greenwich, CT 06836 (800) 243-5353/(203) 531-5000	500	100
Boston Company Capital Appreciation One Boston Place Boston, MA 02106 (800) 225-5267	1000	0
Bull and Bear Capital Growth 11 Hanover Square New York, NY 10005 (800) 847-4200/(212) 785-0900	1000	100
Fidelity Contrafund 82 Devonshire St. Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250
Ivy Fund 40 Industrial Park Road Hingham, MA 02043 (800) 235-3322	1000	0
Lehman Opportunity American Express Towers New York, NY 10285 (800) 221-5350/(212) 668-8578	1000	100
Lindner Fund P.O. Box 11208 St. Louis, MO 63105 (314) 727-5305	2000	100
Mathers Fund 100 Corporate North Suite 201 Bannockburn, IL 60015 (800) 962-3863/(312) 295-7400	1000	200
W.L. Morgan Growth Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1500	100
Fidelity Trend 82 Devonshire St. Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250
Founders Growth 3033 E. First Avenue Suite 810 Denver, CO 80206 (800) 525-2440/(800) 874-6301	1000	100
Gradison Established Growth 580 Walnut Street Cincinnati, OH 45202 (800) 543-1818/(800) 582-7062	1000	50
Partners Fund 342 Madison Avenue New York, NY 10173 (800) 848-0920/(212) 850-8300	1000	100
Penn Square Mutual 2650 Westview Drive Wyomissing, PA 19610 (800) 523-8440/(800) 222-7506	500	100
T. Rowe Price Growth Stock 100 E. Pratt St. Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	1000	100
T. Rowe Price New Era 100 E. Pratt St. Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	1000	100
Scudder Capital Growth 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
Scudder Common Stock 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Mutual Shares Corporation 51 John F. Kennedy Avenue Short Hills, NJ 07078 (800) 858-3013/(800) 553-3014	1000	100	Steinroe and Farnham Capital Opportunities P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	100
Nicholas Fund 700 N. Water Street, # 1010 Milwaukee, WI 53202 (800) 227-5987/(414) 272-6133	500	100	Steinroe and Farnham Stock P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	0
Steinroe Universe P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	100	USAA Mutual Growth USAA Building San Antonio, TX 78288 (800) 531-8000/(512) 498-8000	1000	25
Twentieth Century Select 4500 Main St. Kansas City, MO 64111 (800) 345-2021/(816) 531-5575	0	0			

ФОНДЫ, СТРЕМЯЩИЕСЯ К МАКСИМАЛЬНОМУ ПРИРОСТУ КАПИТАЛА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Acorn Fund 2 N. LaSalle St. Suite 500 Chicago, IL 60602-3790 (312) 621-0630	4000	1000	Founders Special 3033 E. First Avenue Suite 810 Denver, CO 80206 (800) 525-2440/(303) 874-6301	1000	100
Bruce Fund 20 N. Wacker Drive Suite 1425 Chicago, IL 60606 (312) 236-9160	1000	500	GIT Equity Trust-Special Growth 1655 N. Fort Myer Drive Arlington, VA 22209 (800) 336-3063/(800) 368-3133	1000	0
Explorer Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	3000	100	Janus Value 100 Fillmore St., Suite 300 Denver, CO 80206 (800) 525-3713/(303) 333-3863	1000	50

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Financial Dynamics Box 2040 Denver, CO 80201 (800) 525-8085/(800) 525-9769	250	50
44 Wall Street Fund 630 Third Ave. New York, NY 10017 (800) 221-7836/(212) 808-5220	1000	100
Scudder Development 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
Steinroe Special Fund P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	100
Tudor One New York Plaza New York, NY 10004 (800) 223-3332/(212) 908-9582	1000	50
Twentieth Century Growth 4500 Main St. Kansas City, MO 64141 (800) 345-2021/(816) 531-5575	0	0
Twentieth Century Ultra 4500 Main St. Kansas City, MO 64111 (800) 345-2021/(816) 531-5575	0	0

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Northeast Investors Growth 50 Congress Street Boston, MA 02109 (800) 225-6704/(617) 523-3588	1000	0
T. Rowe Price New Horizons 100 E. Pratt St. Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	1000	100
USAA Sunbelt Era USAA Building San Antonio, TX 78288 (800) 531-8000/(512) 498-8000	1000	25
UMB Stock 2440 Pershing Road Kansas City, MO 64108 (800) 821-5591/(816) 471-5200	1000	100
Value Line Leveraged Growth 711 Third Avenue New York, NY 10017 (800) 223-0818	1000	100
Value Line Special Situations 711 Third Avenue New York, NY 10017 (800) 223-0818	1000	100

ФОНДЫ ТЕКУЩЕГО ДОХОДА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Babson Bond Trust 2440 Pershing Road Kansas City, MO 64108 (800) 821-5591/(816) 471-5200	500	50

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Dreyfus A Bonds Plus 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-6561/(718) 895-1206	2500	100

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРЕОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Boston Co. GNMA Fund One Boston Place Boston, MA 02106 (800) 225-5267	1000	0
Evergreen Total Return 550 Mamaroneck Avenue Harrison, NY 10528 (800) 235-0064	2000	0
Financial Industrial Income Box 2040 Denver, CO 80201 (800) 525-8085/(800) 525-9769	250	50
Mutual Qualified Income 51 John F. Kennedy Pkwy. Short Hills, NJ 07078 (800) 858-3013/(800) 553-3014	1000	50
Northeast Investors Trust 50 Congrees Street Boston, MA 02109 (800) 225-6704/(617) 523-3588	1000	0
One Hundred & One 899 Logan Street, # 211 Denver, CO 80203 (800) 333-1101/(303) 837-1020	250	50
T. Rowe Price New Income 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	2000	100
Pine Street 140 Broadway New York, NY 10005 (800) 225-8011	1000	100
Safeco Equity P.O. Box 34890 Seattle, WA 98124 (800) 426-6730/(800) 562-6810	1000	100

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Dreyfus Convertible Securities 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-6561/(718) 895-1206	2500	100
Scudder Income 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
Selected American Shares 230 W. Monroe Street Chicago, IL 60606 (800) 553-5533/(312) 641-7862	1000	100
Steadman Associated 1730 K Street NW Washington, DC 20006 (800) 424-8570/(202) 223-1000	500	25
Steinroe Managed Bond P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	100
Value Line Income 711 Third Avenue New York, NY 10017 (800) 223-0818	1000	100
Vanguard GNMA Portfolio Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	3000	100
Vanguard High Yield Bond Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	3000	100
Wellesley Income Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1500	100

СБАЛАНСИРОВАННЫЕ ФОНДЫ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Axe-Houghton Fund B 400 Benedict Avenue Tarrytown, NY 10591 (800) 431-1030/(914) 631-8131	1000	0
Babson Value Fund 2440 Pershing Road Kansas City, MO 64108 (800) 821-5591/(816) 471-5200	1000	100
Dodge & Cox Balanced Fund One Post Street, 35th Floor San Francisco, CA 94104 (415) 434-0311	1000	100
Fidelity Fund 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250
Financial Industrial Fund Box 2040 Denver, CO 80201 (800) 525-8085/(800) 525-9769	250	50
Guardian Mutual 342 Madison Avenue New York, NY 10173 (800) 848-0920/(212) 850-8300	1000	100
Loomis-Sayles Mutual 399 Boylston Street Boston, MA 02117 (800) 343-7104/(617) 267-6600	250	50
Mairs & Power Income Fund W-2062 First Bank Building St. Paul, MN 55101 (612) 222-8478	1000	100
Pax World Fund 224 State Street Portsmouth, NH 03801 (603) 431-8022	250	50
T. Rowe Price Growth and Income 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	1000	100
Steinroe Total Return P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	500
Value Line Fund 711 Third Avenue New York, NY 10017 (800) 223-0818	1000	100
Vanguard Index Trust Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1500	100
Wellington Fund Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1500	100
Windsor Fund Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1500	100

ФОНДЫ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Babson Tax-Free Fund— Long Term 2440 Pershing Road Kansas City, MO 64108 (800) 821-5591/(816) 471-5200	1 000	100
Dreyfus Tax-Exempt Bond Fund 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-6561/(718) 895-1206	2 500	100
Federated Short-Intermediate Muni Trust Federated Tower Pittsburgh, PA 15222-3779 (800) 245-2423/(412) 288-1900	25 000	0
Fidelity High Yield Municipal 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	2 500	250
Fidelity Municipal Bond Fund 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	2 500	250
T. Rowe Price Tax-Free Income Fund 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	2 000	100
Safeco Municipal Bond Fund Safeco Plaza Seattle, WA 98185 (800) 426-6730/(206) 545-5530	1000	100
Scudder Managed Municipal Bonds 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
State Farm Muni Bond Fund One State Farm Plaza Bloomington, IL 61710 (309) 766-2029	1000	500
Steinroe Managed Municipals P.O. Box 1162 Chicago, IL 60690 (800) 338-2550	1000	100
Vanguard Municipal Bond— Intermediate Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	3000	100
Vanguard Municipal Bond— Long Term Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	3000	100

ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Cash Equivalent Fund—MM Portfolio 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100
IDS Cash Management Fund P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Current Investment Fund 1000 Louisiana Houston, TX 77002-5098 (800) 231-4645/(800) 999-3863	1000	50	Kemper Money Market Fund 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100
Daily Cash Accumulation Fund 3410 S. Galena Street Denver, CO 80231 (800) 525-7048/(800) 356-3556	500	25	Liquid Capital Income Fund 100 The Hale Building 1228 Euclid Avenue Cleveland, OH 44115 (800) 231-2322/(216) 781-4440	1000	250
DBL Cash Fund—MM Porfolio 60 Broad Street New York, NY 10004 (800) 221-3290/(212) 480-6000	1000	100	Merrill Lynch Ready Assets P.O. Box 9011 Princeton, NJ 08543 (609) 282-2800	5000	1,000
Delaware Cash Reserve Fund 10 Penn Center Plaza Philadelphia, AP 19103 (800) 523-4640/(215) 988-1333	1000	25	National Liquid Reserves 1345 Avenue of the Americas New York, NY 10105 (212) 698-6000	1500	100
Dreyfus Liquid Assets 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-0561/(718) 895-1206	2500	100	Paine Webber Cash Fund 1285 Avenue of the Americas New York, NY 10019 (800) 544-9300	5000	500
Fidelity Cash Reserves 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250	Reserve Fund—Primary Portfolio 810 Seventh Avenue New York, NY 10019 (800) 223-5547/(212) 977-9880	1000	1,000
T. Rowe Price Prime Reserves Fund 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	2000	100	Vanguard Money Market Trust—Prime Portfolio Box 2600 Valley Forge, PA 19482 (800) 662-7447	1000	100
Scudder Cash Investment Trust 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0	Washington Square Cash Fund 20 Washington Avenue, South Minneapolis, MN 55401 (612) 372-5507	1000	50

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Shearson Daily Dividend One Western Union Plaza 15th Floor New York, NY 10004 (212) 825-3115	2500	1000	Webster Cash Reserve 20 Exchange Place New York, NY 10005 (212) 510-5351	1500	100

ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА — ТОЛЬКО ЦЕННЫЕ БУМАГИ КАЗНАЧЕЙСТВА США

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Capital Preservation Fund I 755 Page Mill Road Palo Alto, CA 94304 (800) 472-3389/(800) 982-6150	1000	100	Fund for Government Investors 4922 Fairmont Avenue 3rd Floor Bethesda, MD 20814 (800) 343-3355/(301) 657-1510	2500	0
Capital Preservation Fund II 755 Page Mill Road Palo Alto, CA 94304 (800) 472-3389/(800) 982-6150	1000	100	Merrill Lynch Government Fund P.O. Box 9011 Princeton, NJ 08543 (609) 282-2800	5000	1000
Dreyfus Money Market Instruments—Gov't. Series 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-6561/(718) 895-1206	2500	100	Shearson Government and Agencies Fund One Western Union Plaza 15th Floor, New York, NY 10004 (212) 825-3115	2500	1000
TrustFunds Cash Plus— Fed. Securities 680 E. Swedesford Road Wayne, PA 19087 (800) 345-1151	0	0	U.S. Treasury Securities Fund—MM P.O. Box 29467 San Antonio, TX 78229 (800) 873-8637/(512) 523-2453	100	50

ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ОСВОБОЖДЕННЫЕ ОТ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Calvert Tax-Free Reserve— MM Portfolio 1700 Pennsylvania Ave. NW Washington, DC 20006 (800) 368-2748/(301) 951-4800	2000	250	Nuveen Tax-Free Reserves 333 W. Wacker Drive Chicago, IL 60606 (800) 621-7210	1000	100

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Carnegie Tax-Free Income Trust 1100 The Hale Building 1228 Euclid Avenue Cleveland, OH 44115 (800) 321-2322/(216) 781-4440	1 000	250
Daily Tax-Free Income Fund 100 Park Avenue New York, NY 10017 (800) 221-3079/(212) 370-1110	5 000	100
Fidelty Tax-Exempt Money Market Trust 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-5666/(617) 523-1919	10 000	500
Municipal Working Capital Trust 200 Berkeley Street Boston, MA 02116 (617) 423-3500	1 000	0
T. Rowe Price Tax-Exempt Money Fund 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	2000	100
Scudder Tax-Free Money 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
Tax-Exempt CA Money Market Fund 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100
Tax-Free Money Fund 1345 Avenue of the Americas New York, NY 10105 (212) 698-6000	7500	100

ФОНДЫ СПЕЦИАЛЬНОГО НАЗНАЧЕНИЯ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Analytic Optioned Equity 2222 Martin St., Suite 230 Irvine, CA 92715 (714) 833-0294	5000	500
Bull & Bear Gold Investors Ltd. 11 Hanover Square New York, NY 10005 (800) 847-4200/(212) 363-1100	1000	100
Century Shares Trust One Liberty Square Boston, MA 02109 (800) 321-1928/(617) 482-3060	500	25
Energy Fund 342 Madison Avenue New York, NY 10173 (800) 367-0770/(212) 850-8300	1000	100
Lexington Goldfund P.O. Box 1515 Saddle Brook, NJ 07662 (800) 526-0056	1000	50
T. Rowe Price International 100 E. Pratt Street Baltimore, MD 21202 (800) 638-5660/(301) 547-2308	2000	100
Scudder International 160 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-2470	1000	0
United Services Gold Shares P.O. Box 29467 San Antonio, TX 78229-0467 (800) 873-8637/(512) 696-1234	100	50

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)	
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ
Gateway Option Income 400 TechneCenter Drive Suite 220 Milford, OH 45150 (800) 354-6339/(513) 248-2700	500	100			

ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ "С НАГРУЗКОЙ"

Ряд профессионалов в области инвестиций считают, что фонды "с нагрузкой" приносят бóльшую отдачу на вложенные средства, нежели фонды "без нагрузки". Они утверждают, что при наличии "нагрузки" фонды часто отличаются меньшими управленческими и операционными издержками. Согласно их убеждениям при суммировании всех издержек фондов и их сравнении результат будет меньше у фондов "с нагрузкой", следовательно, бóльшая часть доходов возвращается инвестору. Это, конечно, вопрос дискуссионный, вызывающий споры среди тех, кто занимается инвестициями. И вряд ли он будет окончательно разрешен в ближайшем будущем.

Ниже приведен список некоторых из наиболее заметных фондов "с нагрузкой". Список включает адреса, номера телефонов, необходимый уровень первоначального и последующих взносов, а также применяемые ставки "нагрузки". Фонды также сгруппированы по видам. Например, среди фондов, инвестирующих средства в акции, выделены, в частности, категории фондов, стремящихся к максимальному приросту капитала, фонды роста и текущего дохода, фонды доходных акций и сбалансированные фонды. Облигационные фонды включают инвестирующие в высокодоходные корпоративные облигации, высоконадежные корпоративные облигации, государственные ценные бумаги США, бумаги, обеспеченные закладными, высокодоходные облигации, выведенные из-под налогообложения, и т.д. (Адреса, телефонные номера и размеры необходимых взносов даны на дату публикации и могут быть изменены без предварительного извещения.)

ФОНДЫ, СТРЕМЯЩИЕСЯ К МАКСИМАЛЬНОМУ ПРИРОСТУ КАПИТАЛА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)			ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
ABT Emerging Growth 700 Dixie Terminal Bldg. Cincinnati, OH 45202 (800) 354-0436/(800) 582-7396	1000	50	$4\,^3/_4$	Putnam Voyager One Post Office Square Boston, MA 02109 (800) 225-1581	500	50	$8\,^1/_2$
Constellation Growth Fund 11 Greenway Plaza Suite 1919 Houston, TX 77046 (800) 392-9681/(800) 231-0803	1000	100	$4\,^3/_4$	Weingarten Equity Fund 11 Greenway Plaza Suite 1919 Houston, TX 77046 (800) 392-9681/(800) 231-0803	1000	100	$4\,^3/_4$
Pacific Horizon Aggregate 156 W. 56th Street New York, NY 10119 (800) 367-6075/(212) 492-1600	1000	100	$4\,^1/_2$				

* В процентном выражении от размера инвестиций.

ФОНДЫ РОСТА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Fidelity Magellan 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250	3
Franklin Equity 777 Mariner Island Blvd. San Mateo, CA 94404 (800) 342-5236	100	25	4
Guardian Park Ave. 201 Park Ave. South New York, NY 10003 (800) 522-7800/(800) 221-3253	300	50	8 1/2
IDS New Dimensions P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100	5
Lehman Capital American Express Towers New York, NY 10285 (800) 221-5350/(212) 668-8578	1000	100	5
New England Life Growth Fund 399 Boylston Street Boston, MA 02117 (800) 343-7104/(617) 267-6600	250	25	6 1/2

ФОНДЫ РОСТА И ТЕКУЩЕГО ДОХОДА

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Eaton Vance Total Return 24 Federal Street Boston, MA 02110 (800) 225-6265	1000	50	4 3/4
Fundamental Investors 135 S. State College Blvd. Brea, CA 92621 (800) 421-9900/(714) 671-7000	250	50	5 3/4
Investment Co. of America 135 S. State College Blvd. Brea, CA 92621 (800) 421-9900/(714) 671-7000	250	50	5 3/4
Seligmann Common Stock One Banker Trust Plaza New York, NY 10006 (800) 221-2450/(800) 522-6869	0	0	4 3/4
Sentinel Common Stock National Life Drive Montpelier, VA 05604 (802) 229-7274	250	25	8 1/2

* В процентном выражении от размера инвестиций.

ФОНДЫ ДОХОДНЫХ АКЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.) ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Colonial Equity Income One Financial Center Boston, MA 02111 (800) 426-3750/(800) 248-2828	250	25	6 3/4
Fidelity Equity Income 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250	2
National Total Income 605 Third Avenue New York, NY 10158 (800) 223-7757/(212) 661-3000	250	25	7 1/4
Seligman Income One Bankers Trust Plaza New York, NY 10006 (800) 221-2450/(800) 522-6869	0	0	4 3/4
United Income Fund P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	8 1/2

СБАЛАНСИРОВАННЫЕ ФОНДЫ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.) ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Alliance Balanced Shares 500 Plaza Drive, 3rd Floor Secaucus, NJ 07094 (800) 221-5672/(800) 523-5695	250	50	5 1/2
Drexel Burnham Fund 60 Broad Street New York, NY 10004 (800) 221-3290/(212) 480-6000	1000	250	5
Dreyfus Fund 600 Madison Avenue New York, NY 10022 (800) 645-6561/(718) 895-1206	2500	100	8 1/2
IDS Mutual Fund P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100	5
Kemper Total Return 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100	8 1/2
Phoenix Balanced Fund One American Row Hartford, CT 06115 (800) 243-4361	500	25	8 1/2
United Continental Income P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	8 1/2

* В процентном выражении от размера инвестиций.

ФОНДЫ НЕБОЛЬШИХ РАСТУЩИХ КОМПАНИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Fairfield Fund 605 Third Avenue New York, NY 10158 (800) 223-7757/(212) 661-3000	500	50	8 1/2
Nicholas II 700 N. Water St., # 1010 Milwaukee, WI 53202 (800) 227-5987/(412) 272-6133	1000	100	1**
OTC Securities Fund 275 Commerce Drive Suite 228 Ft. Washington, PA 19034 (800) 523-2578/(215) 643-2510	500	25	4 1/2
Putnam OTC Emerging Growth Fund One Post Office Square Boston, MA 02109 (800) 225-1581	500	50	6 3/4
United New Concepts P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	8 1/2

ОТРАСЛЕВЫЕ ФОНДЫ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Alliance Technology 500 Plaza Drive, 3rd Floor Secaucus, NJ 07094 (800) 523-5695	250	50	5 1/2
Fidelity Select— Financial Services 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250	2 & 1**
Fidelity Select—Health Care 82 Devonshire Street Boston, MA 02109 (800) 544-6666/(617) 523-1919	1000	250	2 & 1**
G.T. Pacific 50 California Street Suite 2700 San Francisco, CA 94111-4624 (800) 824-1580/(415) 392-6181	500	100	4 3/4
Medical Technology Fund P.O. Box 1111 Blue Bell, PA 19422 (800) 262-3863/(215) 825-0400	1000	0	4 3/4
National Aviation and Tech. Corp. 50 Broad Street New York, NY 10004 (800) 654-0001/(212) 482-8100	1000	100	4 3/4
Pru-Bache—Utilities One Seaport Plaza New York, NY 10292 (800) 225-1852	1000	100	5**
Putnam Health Sciences Trust One Post Office Square Boston, MA 02109 (800) 225-1581	500	50	8 1/2

* В процентном выражении от размера инвестиций.
** "Нагрузка" при выходе из фонда.

ФОНДЫ ЗОЛОТА И ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
IDS Precious Metals P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100	5
International Investors 122 E. 42nd Street, 42nd Floor New York, NY 10168 (800) 221-2220/(212) 687-5201	1000	100	8 1/2
Strategic Investments 2030 Royal Lane Dallas, TX 75229 (800) 527-5027/(214) 484-1326	500	100	8 1/2
Keystone Precious Metals 99 High Street Boston, MA 02110 (800) 633-4900/(617) 338-3400	250	0	4**
Oppenheimer Gold and Special Metals Two World Trade Center New York, NY 10048 (800) 525-7048/(212) 323-0200	1000	25	8 1/2

ВСЕМИРНЫЕ ФОНДЫ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
New Perspective Fund 135 S. State College Blvd. Brea, CA 92621 (800) 421-9900/(714) 671-7000	250	50	5 3/4
Oppenheimer Global Two World Trade Center New York, NY 10048 (800) 525-7048/(212) 323-0200	1000	25	8 1/2
Paine Webber Atlas 1285 Avenue of the Americas New York, NY 10019 (800) 762-1000	1000	100	8 1/2
Putnam International Equities One Post Office Square Boston, MA 02109 (800) 225-1581	500	50	8 1/2

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФОНДЫ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
IDS International P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100	5
Templeton World Fund P.O. Box 33030 St. Petersburg, FL 33733 (800) 237-0738	500	25	8 1/2

* В процентном выражении от размера инвестиций.
** "Нагрузка" при выходе из фонда.

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Kemper International 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100	8 1/2
Merrill Lynch Pacific P.O. Box 9011 Princeton, NJ 08543 (609) 282-2800	250	50	6 1/2
United International Growth Fund P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	8 1/2

Облигационные фонды

ФОНДЫ ВЫСОКОДОХОДНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Cigna Hogh Yield Fund, Inc. 900 Cottage Grove Road Bloomfield, CT 06002 (800) 562-4462	500	50	5
Colonial High Yield Securities One Financial Center Boston, MA 02111 (800) 426-3750/(800) 248-2828	250	25	4 3/4
Kemper High Yield Fund 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100	4 1/2
Pilgrim High Yield Fund 10100 Santa Monica Blvd. Los Angeles, CA 90067 (800) 334-3444	1000	100	4 3/4
Shearson High Yield Fund Two World Trade Center New York, NY 10048 (212) 321-7155	500	200	5

ФОНДЫ ВЫСОКОНАДЕЖНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Bond Fund of America 135 S. State College Blvd. Brea, CA 92621 (800) 421-9900/(714) 671-7000	1000	50	4 3/4
Sigma Income Shares 3801 Kennett Pike, C-200 Greenville, DE 19807 (800) 441-9490/(302) 652-3091	0	0	8 1/2

* В процентном выражении от размера инвестиций.

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Hutton Investment Series— Bond and Income One Battery Park Plaza New York, NY 10004 (800) 447-7757	500	250	5**
Pioneer Bond Fund 60 State Street Boston, MA 02109 (800) 622-0181/(800) 622-0180	1000	100	6
United Bond Fund P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	8 1/2

ФОНДЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ США

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
AMEV U.S. Gov't Fund Box 64284 St. Paul, MN 55164 (800) 872-2638/(800) 328-1001	500	50	4 1/2
Carnegie Gov't Securities —High Yield 1228 Euclid Avenue Cleveland, OH 44115 (800) 321-2322/(216) 781-4440	1000	250	4 3/4
Hancock (John) U.S. Gov't. Security Fund John Hancock Place P.O. Box 21 Boston, MA 02117 (800) 225-5291	500	25	8 1/2
Lord Abbett U.S. Gov't. Securities 767 Fifth Avenue New York, NY 10153 (212) 848-1800	500	0	4 3/4
U.S. Gov't. Guaranteed Securities 135 S. State College Blvd. Brea, CA 92621 (800) 421-9900/(714) 671-7000	1000	50	4 3/4

ФОНДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ЗАКЛАДНЫМИ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Alliance Mortgage Securities, Inc. 500 Plaza Drive, 3rd Floor Secaucus, NJ 07094 (800) 221-5672/(800) 523-5695	250	50	5 1/2
Seligman High Income— Sec. Mort. Income One Bankers Trust Plaza New York, NY 10006 (800) 221-2450/(800) 522-6869	0	0	4 3/4

* В процентном выражении от размера инвестиций.
** "Нагрузка" при выходе из фонда.

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Franklin U.S. Gov't. Series 777 Mariner Island Blvd. San Mateo, Ca 94401 (800) 342-5236	100	25	4
Kemper U.S. Gov't. Securities 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100	$4\frac{1}{2}$
United Gov't. Securities P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	$4\frac{1}{4}$

ФОНДЫ ВЫСОКОДОХОДНЫХ, ОСВОБОЖДЕННЫХ ОТ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
IDS High Yield Tax Exempts P.O. Box 534 Minneapolis, MN 55440 (800) 222-9700/(612) 372-3733	2000	100	5
Merrill Lynch Muni Fund Bond P.O. Box 9011 Princeton, NJ 08543 (609) 282-2800	1000	100	4
MFS Managed High Yield 200 Berkeley Street Boston, MA 02 116 (617) 423-3500	250	25	$4\frac{3}{4}$
Putnam TF High Yield Fund One Post Office Square Boston, MA 02109 (800) 225-1581	500	50	5
Seligmann California Tax-Exempt—High Yield One Banker Trust Plaza New York, NY 10006 (800) 221-2450/(800) 522-6869	0	0	$4\frac{1}{2}$

ФОНДЫ ВЫСОКОНАДЕЖНЫХ, ОСВОБОЖДЕННЫХ ОТ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНА-ЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕ-ДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Calvert Tax-Free Reserve—Ltd. Term Port. 1700 Pennsylvania Ave., NW Washington, DC 20006 (800) 368-2748/(301) 951-4800	2000	250	2
Hutton AZ Muni Bond One Battery Park New York, NY 10004 (800) 447-7757	500	250	4

* В процентном выражении от размера инвестиций.

ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)			ФОНД	НЕОБХОДИМЫЙ ВЗНОС (В ДОЛЛ.)		
	ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*		ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ	ПОСЛЕДУЮЩИЙ	"НАГРУЗКА"*
Composite Tax-Exempt Bond Fund W. 601 Riverside Avenue Spokane, WA 99201 (800) 541-0830/(509) 624-4101	1000	100	4	Kemper Muni Bond Fund 120 S. LaSalle Street Chicago, IL 60603 (800) 621-1048/(312) 781-1121	1000	100	$4\,^1/_2$
DMC Tax-Free Trust—PA Series Ten Penn Center Plaza Philadelphia, PA 19103 (800) 523-4640/(215) 988-1333	1000	25	$4\,^3/_4$	Mutual of Omaha Tax-Free, Inc. 10235 Regency Circle Omaha, NE 68114 (800) 228-9011/(800) 642-8112	1000	50	8
Nuveen Municipal Bond Fund 333 W. Wacker Drive Chicago, IL 60606 (312) 621-7210	1000	100	4	United Municipal Bond Fund P.O. Box 418343 Kansas City, MO 64141 (800) 842-1075	500	0	$4\,^1/_4$

Ведущие семейства взаимных фондов и их политика относительно перевода средств**

НАЗВАНИЕ КОМПАНИИ	ГОЛОВНОЙ ОФИС	ТЕЛЕФОН	ЧИСЛО ФОНДОВ В УПРАВЛЕНИИ	ВОЗМОЖНОСТИ ПО ПЕРЕВОДУ СРЕДСТВ
Alliance	Secaucus, NJ	(800) 221-5672	26	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
American Capital	Houston, TX	(800) 231-3638	18	Ограничений не установлено. "Нагрузка" взимается, если средства переводятся в фонд "с нагрузкой".
American Funds	Brea, CA	(800) 421-9900	23	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Calvert	Washington, DC	(800) 368-2748	16	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Carnegie Capital	Cleveland, OH	(800) 321-2322	16	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Colonial Investment	Boston, MA	(800) 426-3750	24	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Criterion Distributors	Houston, TX	(713) 751-2400	22	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Dreyfus	New York, NY	(800) 242-8671	31	Ограничений и комиссионных не установлено.

* В процентном выражении от размера инвестиций.

** Информация дана на дату публикации.

НАЗВАНИЕ КОМПАНИИ	ГОЛОВНОЙ ОФИС	ТЕЛЕФОН	ЧИСЛО ФОНДОВ В УПРАВЛЕНИИ	ВОЗМОЖНОСТИ ПО ПЕРЕВОДУ СРЕДСТВ
Eaton Vance	Boston, MA	(800) 225-6265	21	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Federated	Pittsburgh, PA	(800) 245-0242	20	Ограничений нет.
Fidelity	Boston, MA	(800) 544-6666	104	Некоторые фонды взимают комиссионные, в течение года разрешено не более пяти переводов средств.
Financial Programs	Denver, CO	(800) 525-8085	19	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Franklin	San Mateo, CA	(800) 342-5236	31	Ограничений нет, но взимаются комиссионные в размере 5 долл.
IDS	Minneapolis, MN	(800) 222-9700	28	Ограничений и комиссионных не установлено.
Jones & Babson	Kansas City, MO	(800) 422-2766	16	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Kemper	Chicago, IL	(800) 621-1148	18	Перевод не разрешен после задействования средств в любом фонде в течение шести месяцев или более.
Keystone	Boston, MA	(800) 633-4900	19	Допускается пять переводов средств в течение года с комиссионными 5 долл.
Lord Abbett	New York, NY	(212) 848-1800	11	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Massachusetts Financial Service	Boston, MA	(617) 423-3500	28	Ограничений нет, но могут взиматься комиссионные в размере 5 долл.
Nuveen	Chicago, IL	(312) 917-8200	14	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Oppenheimer	New York, NY	(800) 525-7048	22	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Putnam	Boston, MA	(800) 225-1581	34	Ограничений нет, но могут взиматься комиссионные в размере 5 долл.
Scudder	Boston, MA	(800) 225-2470	32	Ограничений не установлено.
Seligman	New York, NY	(800) 221-2450	30	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
SteinRoe	Chicago, IL	(800) 338-2550	16	Ограничений не установлено.
Templeton	St. Petersburg, FL	(800) 237-0738	6	Перевод средств из фонда в фонд разрешен.
T.Rowe Price	Baltimore, MD	(800) 638-5660	24	Разрешен ограниченный перевод средств из фонда в фонд.
Twentieth Century	Kansas City, MO	(800) 345-2021	11	Перевод средств допустим, возможно взимание комиссионных некоторыми фондами.
Vanguard Group	Valley Forge, PA	(800) 662-7447	49	Комиссионные не взимаются, но частый перевод средств затруднен.
Waddell and Reed	Kansas City, MO	(800) 842-1075	16	Обычно перевод средств разрешен, но для определенных фондов это правило не действует.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Финансовые таблицы

Таблица Б.1 Будущая стоимость 1 долл. *(CVIF)*

Таблица Б.2 Будущая стоимость ренты в 1 долл. *(CVIFA)*

Таблица Б.3 Приведенная стоимость 1 долл. *(PVIF)*

Таблица Б.4 Приведенная стоимость ренты в 1 долл. *(PVIFA)*

Будущая стоимость 1 долл. *(CVIF)*

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

Год	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	1,010	1,020	1,030	1,040	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100
2	1,020	1,040	1,061	1,082	1,102	1,124	1,145	1,166	1,188	1,210
3	1,030	1,061	1,093	1,125	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295	1,331
4	1,041	1,082	1,126	1,170	1,216	1,262	1,311	1,360	1,412	1,464
5	1,051	1,104	1,159	1,217	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539	1,611
6	1,062	1,126	1,194	1,265	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677	1,772
7	1,072	1,149	1,230	1,316	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828	1,949
8	1,083	1,172	1,267	1,369	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993	2,144
9	1,094	1,195	1,305	1,423	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172	2,358
10	1,105	1,219	1,344	1,480	1,629	1,791	1,967	2,159	2,367	2,594
11	1,116	1,243	1,384	1,539	1,710	1,898	2,105	2,332	2,580	2,853
12	1,127	1,268	1,426	1,601	1,796	2,012	2,252	2,518	2,813	3,138
13	1,138	1,294	1,469	1,665	1,886	2,133	2,410	2,720	3,066	3,452
14	1,149	1,319	1,513	1,732	1,980	2,261	2,579	2,937	3,342	3,797
15	1,161	1,346	1,558	1,801	2,079	2,397	2,759	3,172	3,642	4,177
16	1,173	1,373	1,605	1,873	2,183	2,540	2,952	3,426	3,970	4,595
17	1,184	1,400	1,653	1,948	2,292	2,693	3,159	3,700	4,328	5,054
18	1,196	1,428	1,702	2,026	2,407	2,854	3,380	3,996	4,717	5,560
19	1,208	1,457	1,753	2,107	2,527	3,026	3,616	4,316	5,142	6,116
20	1,220	1,486	1,806	2,191	2,653	3,207	3,870	4,661	5,604	6,727
21	1,232	1,516	1,860	2,279	2,786	3,399	4,140	5,034	6,109	7,400
22	1,245	1,546	1,916	2,370	2,925	3,603	4,430	5,436	6,658	8,140
23	1,257	1,577	1,974	2,465	3,071	3,820	4,740	5,871	7,258	8,954
24	1,270	1,608	2,033	2,563	3,225	4,049	5,072	6,341	7,911	9,850
25	1,282	1,641	2,094	2,666	3,386	4,292	5,427	6,848	8,623	10,834
30	1,348	1,811	2,427	3,243	4,322	5,743	7,612	10,062	13,267	17,449
35	1,417	2,000	2,814	3,946	5,516	7,686	10,676	14,785	20,413	28,102
40	1,489	2,208	3,262	4,801	7,040	10,285	14,974	21,724	31,408	45,258
45	1,565	2,438	3,781	5,841	8,985	13,764	21,002	31,920	48,325	72,888
50	1,645	2,691	4,384	7,106	11,467	18,419	29,456	46,900	74,354	117,386

$1{,}010^{50} = 1{,}6446318$

Таблица Б.1 **Будущая стоимость 1 долл.** *(CVIF) (продолжение)*

	ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА									
Год	**11%**	**12%**	**13%**	**14%**	**15%**	**16%**	**17%**	**18%**	**19%**	**20%**
1	1,110	1,120	1,130	1,140	1,150	1,160	1,170	1,180	1,190	1,200
2	1,232	1,254	1,277	1,300	1,322	1,346	1,369	1,392	1,416	1,440
3	1,368	1,405	1,443	1,482	1,521	1,561	1,602	1,643	1,685	1,728
4	1,518	1,574	1,630	1,689	1,749	1,811	1,874	1,939	2,005	2,074
5	1,685	1,762	1,842	1,925	2,011	2,100	2,192	2,288	2,386	2,488
6	1,870	1,974	2,082	2,195	2,313	2,436	2,565	2,700	2,840	2,986
7	2,076	2,211	2,353	2,502	2,660	2,826	3,001	3,185	3,379	3,583
8	2,305	2,476	2,658	2,853	3,059	3,278	3,511	3,759	4,021	4,300
9	2,558	2,773	3,004	3,252	3,518	3,803	4,108	4,435	4,785	5,160
10	2,839	3,106	3,395	3,707	4,046	4,411	4,807	5,234	5,695	6,192
11	3,152	3,479	3,836	4,226	4,652	5,117	5,624	6,176	6,777	7,430
12	3,498	3,896	4,334	4,818	5,350	5,936	6,580	7,288	8,064	8,916
13	3,883	4,363	4,898	5,492	6,153	6,886	7,699	8,599	9,596	10,699
14	4,310	4,887	5,535	6,261	7,076	7,987	9,007	10,147	11,420	12,839
15	4,785	5,474	6,254	7,138	8,137	9,265	10,539	11,974	13,589	15,407
16	5,311	6,130	7,067	8,137	9,358	10,748	12,330	14,129	16,171	18,488
17	5,895	6,866	7,986	9,276	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244	22,186
18	6,543	7,690	9,024	10,575	12,375	14,462	16,879	19,673	22,900	26,623
19	7,263	8,613	10,197	12,055	14,232	16,776	19,748	23,214	27,251	31,948
20	8,062	9,646	11,523	13,743	16,366	19,461	23,105	27,393	32,429	38,337
21	8,949	10,804	13,021	15,667	18,821	22,574	27,033	32,323	38,591	46,005
22	9,933	12,100	14,713	17,861	21,644	26,186	31,629	38,141	45,923	55,205
23	11,026	13,552	16,626	20,361	24,891	30,376	37,005	45,007	54,648	66,247
24	12,239	15,178	18,788	23,212	28,625	35,236	43,296	53,108	65,031	79,496
25	13,585	17,000	21,230	26,461	32,918	40,874	50,656	62,667	77,387	95,395
30	22,892	29,960	39,115	50,949	66,210	85,849	111,061	143,367	184,672	237,373
35	38,574	52,799	72,066	98,097	133,172	180,311	243,495	327,988	440,691	590,657
40	64,999	93,049	132,776	188,876	267,856	378,715	533,846	750,353	1051,642	1469,740
45	109,527	163,985	244,629	363,662	538,752	795,429	1170,425	1716,619	2509,583	3657,176
50	184,559	288,996	450,711	700,197	1083,619	1670,669	2566,080	3927,189	5988,730	9100,191

Таблица Б.1 **Будущая стоимость 1 долл. *(CVIF) (продолжение)***

	ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА									
Год	**21%**	**22%**	**23%**	**24%**	**25%**	**26%**	**27%**	**28%**	**29%**	**30%**
1	1,210	1,220	1,230	1,240	1,250	1,260	1,270	1,280	1,290	1,300
2	1,464	1,488	1,513	1,538	1,562	1,588	1,613	1,638	1,664	1,690
3	1,772	1,816	1,861	1,907	1,953	2,000	2,048	2,097	2,147	2,197
4	2,144	2,215	2,289	2,364	2,441	2,520	2,601	2,684	2,769	2,856
5	2,594	2,703	2,815	2,932	3,052	3,176	3,304	3,436	3,572	3,713
6	3,138	3,297	3,463	3,635	3,815	4,001	4,196	4,398	4,608	4,827
7	3,797	4,023	4,259	4,508	4,768	5,042	5,329	5,629	5,945	6,275
8	4,595	4,908	5,239	5,589	5,960	6,353	6,767	7,206	7,669	8,157
9	5,560	5,987	6,444	6,931	7,451	8,004	8,595	9,223	9,893	10,604
10	6,727	7,305	7,926	8,594	9,313	10,086	10,915	11,806	12,761	13,786
11	8,140	8,912	9,749	10,657	11,642	12,708	13,862	15,112	16,462	17,921
12	9,850	10,872	11,991	13,215	14,552	16,012	17,605	19,343	21,236	23,298
13	11,918	13,264	14,749	16,386	18,190	20,175	22,359	24,759	27,395	30,287
14	14,421	16,182	18,141	20,319	22,737	25,420	28,395	31,691	35,339	39,373
15	17,449	19,742	22,314	25,195	28,422	32,030	36,062	40,565	45,587	51,185
16	21,113	24,085	27,446	31,242	35,527	40,357	45,799	51,923	58,808	66,541
17	25,547	29,384	33,758	38,740	44,409	50,850	58,165	66,461	75,862	86,503
18	30,912	35,848	41,523	48,038	55,511	64,071	73,869	85,070	97,862	112,454
19	37,404	43,735	51,073	59,567	69,389	80,730	93,813	108,890	126,242	146,190
20	45,258	53,357	62,820	73,863	86,736	101,720	119,143	139,379	162,852	190,047
21	54,762	65,095	77,268	91,591	108,420	128,167	151,312	178,405	210,079	247,061
22	66,262	79,416	95,040	113,572	135,525	161,490	192,165	228,358	271,002	321,178
23	80,178	96,887	116,899	140,829	169,407	203,477	244,050	292,298	349,592	417,531
24	97,015	118,203	143,786	174,628	211,758	256,381	309,943	374,141	450,974	542,791
25	117,388	144,207	176,857	216,539	264,698	323,040	393,628	478,901	581,756	705,627
30	304,471	389,748	497,904	634,810	807,793	1025,904	1300,477	1645,488	2078,208	2619,936
35	789,716	1053,370	1401,749	1861,020	2465,189	3258,053	4296,547	5653,840	7423,988	9727,598
40	2048,309	2846,941	3946,340	5455,797	7523,156	10346,879	14195,051	19426,418	26520,723	36117,754
45	5312,758	7694,418	11110,121	15994,316	22958,844	32859,457	46897,973	66748,500	94739,937	134102,187
50	13779,844	20795,680	31278,301	46889,207	70064,812	104354,562	154942,687	229345,875	338440,000	497910,125

Таблица Б.1 **Будущая стоимость 1 долл.** *(CVIF) (продолжение)*

	ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА									
Год	**31%**	**32%**	**33%**	**34%**	**35%**	**36%**	**37%**	**38%**	**39%**	**40%**
1	1,310	1,320	1,330	1,340	1,350	1,360	1,370	1,380	1,390	1,400
2	1,716	1,742	1,769	1,796	1,822	1,850	1,877	1,904	1,932	1,960
3	2,248	2,300	2,353	2,406	2,460	2,515	2,571	2,628	2,686	2,744
4	2,945	3,036	3,129	3,224	3,321	3,421	3,523	3,627	3,733	3,842
5	3,858	4,007	4,162	4,320	4,484	4,653	4,826	5,005	5,189	5,378
6	5,054	5,290	5,535	5,789	6,053	6,328	6,612	6,907	7,213	7,530
7	6,621	6,983	7,361	7,758	8,172	8,605	9,058	9,531	10,025	10,541
8	8,673	9,217	9,791	10,395	11,032	11,703	12,410	13,153	13,935	14,758
9	11,362	12,166	13,022	13,930	14,894	15,917	17,001	18,151	19,370	20,661
10	14,884	16,060	17,319	18,666	20,106	21,646	23,292	25,049	26,924	28,925
11	19,498	21,199	23,034	25,012	27,144	29,439	31,910	34,567	37,425	40,495
12	25,542	27,982	30,635	33,516	36,644	40,037	43,716	47,703	52,020	56,694
13	33,460	36,937	40,745	44,912	49,469	54,451	59,892	65,830	72,308	79,371
14	43,832	48,756	54,190	60,181	66,784	74,053	82,051	90,845	100,509	111,119
15	57,420	64,358	72,073	80,643	90,158	100,712	112,410	125,366	139,707	155,567
16	75,220	84,953	95,857	108,061	121,713	136,968	154,002	173,005	194,192	217,793
17	98,539	112,138	127,490	144,802	164,312	186,277	210,983	238,747	269,927	304,911
18	129,086	148,022	169,561	194,035	221,822	253,337	289,046	329,471	375,198	426,875
19	169,102	195,389	225,517	260,006	299,459	344,537	395,993	454,669	521,525	597,625
20	221,523	257,913	299,937	348,408	404,270	468,571	542,511	627,443	724,919	836,674
21	290,196	340,446	398,916	466,867	545,764	637,256	743,240	865,871	1007,637	1171,343
22	380,156	449,388	530,558	625,601	736,781	866,668	1018,238	1194,900	1400,615	1639,878
23	498,004	593,192	705,642	838,305	994,653	1178,668	1394,986	1648,961	1946,854	2295,829
24	652,385	783,013	938,504	1123,328	1342,781	1602,988	1911,129	2275,564	2706,125	3214,158
25	854,623	1033,577	1248,210	1505,258	1812,754	2180,063	2618,245	3140,275	3761,511	4499,816
30	3297,081	4142,008	5194,516	6503,285	8128,426	10142,914	12636,086	15716,703	19517,969	24201,043
35	12719,918	16598,906	21617,363	28096,695	36448,051	47190,727	60983,836	78660,188	101276,125	130158,687
40	49072,621	66519,313	89962,188	121388,437	163433,875	219558,625	294317,937	393684,687	525508,312	700022,688

Таблица Б.2 **Будущая стоимость ренты в 1 долл.** *(CVIFA)*

	ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА									
Год	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**	**6%**	**7%**	**8%**	**9%**	**10%**
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,010	2,020	2,030	2,040	2,050	2,060	2,070	2,080	2,090	2,100
3	3,030	3,060	3,091	3,122	3,152	3,184	3,215	3,246	3,278	3,310
4	4,060	4,122	4,184	4,246	4,310	4,375	4,440	4,506	4,573	4,641
5	5,101	5,204	5,309	5,416	5,526	5,637	5,751	5,867	5,985	6,105
6	6,152	6,308	6,468	6,633	6,802	6,975	7,153	7,336	7,523	7,716
7	7,214	7,434	7,662	7,898	8,142	8,394	8,654	8,923	9,200	9,487
8	8,286	8,583	8,892	9,214	9,549	9,897	10,260	10,637	11,028	11,436
9	9,368	9,755	10,159	10,583	11,027	11,491	11,978	12,488	13,021	13,579
10	10,462	10,950	11,464	12,006	12,578	13,181	13,816	14,487	15,193	15,937
11	11,567	12,169	12,808	13,486	14,207	14,972	15,784	16,645	17,560	18,531
12	12,682	13,412	14,192	15,026	15,917	16,870	17,888	18,977	20,141	21,384
13	13,809	14,680	15,618	16,627	17,713	18,882	20,141	21,495	22,953	24,523
14	14,947	15,974	17,086	18,292	19,598	21,015	22,550	24,215	26,019	27,975
15	16,097	17,293	18,599	20,023	21,578	23,276	25,129	27,152	29,361	31,772
16	17,258	18,639	20,157	21,824	23,657	25,672	27,888	30,324	33,003	35,949
17	18,430	20,012	21,761	23,697	25,840	28,213	30,840	33,750	36,973	40,544
18	19,614	21,412	23,414	25,645	28,132	30,905	33,999	37,450	41,301	45,599
19	20,811	22,840	25,117	27,671	30,539	33,760	37,379	41,446	46,018	51,158
20	22,019	24,297	26,870	29,778	33,066	36,785	40,995	45,762	51,159	57,274
21	23,239	25,783	28,676	31,969	35,719	39,992	44,865	50,422	56,764	64,002
22	24,471	27,299	30,536	34,248	38,505	43,392	49,005	55,456	62,872	71,402
23	25,716	28,845	32,452	36,618	41,430	46,995	53,435	60,893	69,531	79,542
24	26,973	30,421	34,426	39,082	44,501	50,815	58,176	66,764	76,789	88,496
25	28,243	32,030	36,459	41,645	47,726	54,864	63,248	73,105	84,699	98,346
30	34,784	40,567	47,575	56,084	66,438	79,057	94,459	113,282	136,305	164,491
35	41,659	49,994	60,461	73,651	90,318	111,432	138,234	172,314	215,705	271,018
40	48,885	60,401	75,400	95,024	120,797	154,758	199,630	259,052	337,872	442,580
45	56,479	71,891	92,718	121,027	159,695	212,737	285,741	386,497	525,840	718,881
50	64,461	84,577	112,794	152,664	209,341	290,325	406,516	573,756	815,051	1163,865

Таблица Б.2 **Будущая стоимость ренты в 1 долл.** *(CVIFA) (продолжение)*

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

Год	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,110	2,120	2,130	2,140	2,150	2,160	2,170	2,180	2,190	2,200
3	3,342	3,374	3,407	3,440	3,472	3,506	3,539	3,572	3,606	3,640
4	4,710	4,779	4,850	4,921	4,993	5,066	5,141	5,215	5,291	5,368
5	6,228	6,353	6,480	6,610	6,742	6,877	7,014	7,154	7,297	7,442
6	7,913	8,115	8,323	8,535	8,754	8,977	9,207	9,442	9,683	9,930
7	9,783	10,089	10,405	10,730	11,067	11,414	11,772	12,141	12,523	12,916
8	11,859	12,300	12,757	13,233	13,727	14,240	14,773	15,327	15,902	16,499
9	14,164	14,776	15,416	16,085	16,786	17,518	18,285	19,086	19,923	20,799
10	16,722	17,549	18,420	19,337	20,304	21,321	22,393	23,521	24,709	25,959
11	19,561	20,655	21,814	23,044	24,349	25,733	27,200	28,755	30,403	32,150
12	22,713	24,133	25,650	27,271	29,001	30,850	32,824	34,931	37,180	39,580
13	26,211	28,029	29,984	32,088	34,352	36,786	39,404	42,218	45,244	48,496
14	30,095	32,392	34,882	37,581	40,504	43,672	47,102	50,818	54,841	59,196
15	34,405	37,280	40,417	43,842	47,580	51,659	56,109	60,965	66,260	72,035
16	39,190	42,753	46,671	50,980	55,717	60,925	66,648	72,938	79,850	87,442
17	44,500	48,883	53,738	59,117	65,075	71,673	78,978	87,067	96,021	105,930
18	50,396	55,749	61,724	68,393	75,836	84,140	93,404	103,739	115,265	128,116
19	56,939	63,439	70,748	78,968	88,211	98,603	110,283	123,412	138,165	154,739
20	64,202	72,052	80,946	91,024	102,443	115,379	130,031	146,626	165,417	186,687
21	72,264	81,698	92,468	104,767	118,809	134,840	153,136	174,019	197,846	225,024
22	81,213	92,502	105,489	120,434	137,630	157,414	180,169	206,342	236,436	271,028
23	91,147	104,602	120,203	138,295	159,274	183,600	211,798	244,483	282,359	326,234
24	102,173	118,154	136,829	158,656	184,166	213,976	248,803	289,490	337,007	392,480
25	114,412	133,333	155,616	181,867	212,790	249,212	292,099	342,598	402,038	471,976
30	199,018	241,330	293,192	356,778	434,738	530,306	647,423	790,932	966,698	1181,865
35	341,583	431,658	546,663	693,552	881,152	1120,699	1426,448	1816,607	2314,173	2948,294
40	581,812	767,080	1013,667	1341,979	1779,048	2360,724	3134,412	4163,094	5529,711	7343,715
45	986,613	1358,208	1874,086	2590,464	3585,031	4965,191	6879,008	9531,258	13203,105	18280,914
50	1668,723	2399,975	3459,344	4994,301	7217,488	10435,449	15088,805	21812,273	31514,492	45496,094

Таблица Б.2 **Будущая стоимость ренты в 1 долл.** *(CVIFA) (продолжение)*

	ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА									
Год	**21%**	**22%**	**23%**	**24%**	**25%**	**26%**	**27%**	**28%**	**29%**	**30%**
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,210	2,220	2,230	2,240	2,250	2,260	2,270	2,280	2,290	2,300
3	3,674	3,708	3,743	3,778	3,813	3,848	3,883	3,918	3,954	3,990
4	5,446	5,524	5,604	5,684	5,766	5,848	5,931	6,016	6,101	6,187
5	7,589	7,740	7,893	8,048	8,207	8,368	8,533	8,700	8,870	9,043
6	10,183	10,442	10,708	10,980	11,259	11,544	11,837	12,136	12,442	12,756
7	13,321	13,740	14,171	14,615	15,073	15,546	16,032	16,534	17,051	17,583
8	17,119	17,762	18,430	19,123	19,842	20,588	21,361	22,163	22,995	23,858
9	21,714	22,670	23,669	24,712	25,802	26,940	28,129	29,369	30,664	32,015
10	27,274	28,657	30,113	31,643	33,253	34,945	36,723	38,592	40,556	42,619
11	34,001	35,962	38,039	40,238	42,566	45,030	47,639	50,398	53,318	56,405
12	42,141	44,873	47,787	50,895	54,208	57,738	61,501	65,510	69,780	74,326
13	51,991	55,745	59,778	64,109	68,760	73,750	79,106	84,853	91,016	97,624
14	63,909	69,009	74,528	80,496	86,949	93,925	101,465	109,611	118,411	127,912
15	78,330	85,191	92,669	100,815	109,687	119,346	129,860	141,302	153,750	167,285
16	95,779	104,933	114,983	126,010	138,109	151,375	165,922	181,867	199,337	218,470
17	116,892	129,019	142,428	157,252	173,636	191,733	211,721	233,790	258,145	285,011
18	142,439	158,403	176,187	195,993	218,045	242,583	269,885	300,250	334,006	371,514
19	173,351	194,251	217,710	244,031	273,556	306,654	343,754	385,321	431,868	483,968
20	210,755	237,986	268,783	303,598	342,945	387,384	437,568	494,210	558,110	630,157
21	256,013	291,343	331,603	377,461	429,681	489,104	556,710	633,589	720,962	820,204
22	310,775	356,438	408,871	469,052	538,101	617,270	708,022	811,993	931,040	1067,265
23	377,038	435,854	503,911	582,624	673,626	778,760	900,187	1040,351	1202,042	1388,443
24	457,215	532,741	620,810	723,453	843,032	982,237	1144,237	1332,649	1551,634	1805,975
25	554,230	650,944	764,596	898,082	1054,791	1238,617	1454,180	1706,790	2002,608	2348,765
30	1445,111	1767,044	2160,459	2640,881	3227,172	3941,953	4812,891	5873,172	7162,785	8729,805
35	3755,814	4783,520	6090,227	7750,094	9856,746	12527,160	15909,480	20188,742	25596,512	32422,090
40	9749,141	12936,141	17153,691	22728,367	30088,621	39791,957	52570,707	69376,562	91447,375	120389,375
45	25294,223	34970,230	48300,660	66638,937	91831,312	126378,937	173692,875	238384,312	326686,375	447005,062

Таблица Б.2 **Будущая стоимость ренты в 1 долл.** *(CVIFA) (продолжение)*

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

Год	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2	2,310	2,320	2,330	2,340	2,350	2,360	2,370	2,380	2,390	2,400
3	4,026	4,062	4,099	4,136	4,172	4,210	4,247	4,284	4,322	4,360
4	6,274	6,362	6,452	6,542	6,633	6,725	6,818	6,912	7,008	7,104
5	9,219	9,398	9,581	9,766	9,954	10,146	10,341	10,539	10,741	10,946
6	13,077	13,406	13,742	14,086	14,438	14,799	15,167	15,544	15,930	16,324
7	18,131	18,696	19,277	19,876	20,492	21,126	21,779	22,451	23,142	23,853
8	24,752	25,678	26,638	27,633	28,664	29,732	30,837	31,982	33,167	34,395
9	33,425	34,895	36,429	38,028	39,696	41,435	43,247	45,135	47,103	49,152
10	44,786	47,062	49,451	51,958	54,590	57,351	60,248	63,287	66,473	69,813
11	59,670	63,121	66,769	70,624	74,696	78,998	83,540	88,335	93,397	98,739
12	79,167	84,320	89,803	95,636	101,840	108,437	115,450	122,903	130,822	139,234
13	104,709	112,302	120,438	129,152	138,484	148,474	159,166	170,606	182,842	195,928
14	138,169	149,239	161,183	174,063	187,953	202,925	219,058	236,435	255,151	275,299
15	182,001	197,996	215,373	234,245	254,737	276,978	301,109	327,281	355,659	386,418
16	239,421	262,354	287,446	314,888	344,895	377,690	413,520	452,647	495,366	541,985
17	314,642	347,307	383,303	422,949	466,608	514,658	567,521	625,652	689,558	759,778
18	413,180	459,445	510,792	567,751	630,920	700,935	778,504	864,399	959,485	1064,689
19	542,266	607,467	680,354	761,786	852,741	954,271	1067,551	1193,870	1334,683	1491,563
20	711,368	802,856	905,870	1021,792	1152,200	1298,809	1463,544	1648,539	1856,208	2089,188
21	932,891	1060,769	1205,807	1370,201	1556,470	1767,380	2006,055	2275,982	2581,128	2925,862
22	1223,087	1401,215	1604,724	1837,068	2102,234	2404,636	2749,294	3141,852	3588,765	4097,203
23	1603,243	1850,603	2135,282	2462,669	2839,014	3271,304	3767,532	4336,750	4989,379	5737,078
24	2101,247	2443,795	2840,924	3300,974	3833,667	4449,969	5162,516	5985,711	6936,230	8032,906
25	2753,631	3226,808	3779,428	4424,301	5176,445	6052,957	7073,645	8261,273	9642,352	11247,062
30	10632,543	12940,672	15737,945	19124,434	23221,258	28172,016	34148,906	41357,227	50043,625	60500,207

Таблица Б.3 Приведенная стоимость 1 долл. *(PVIF)*

	СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)									
Год	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**	**6%**	**7%**	**8%**	**9%**	**10%**
1	0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	0,980	0,961	0,943	0,925	0,907	0,890	0,873	0,857	0,842	0,826
3	0,971	0,942	0,915	0,889	0,864	0,840	0,816	0,794	0,772	0,751
4	0,961	0,924	0,888	0,855	0,823	0,792	0,763	0,735	0,708	0,683
5	0,951	0,906	0,863	0,822	0,784	0,747	0,713	0,681	0,650	0,621
6	0,942	0,888	0,837	0,790	0,746	0,705	0,666	0,630	0,596	0,564
7	0,933	0,871	0,813	0,760	0,711	0,665	0,623	0,583	0,547	0,513
8	0,923	0,853	0,789	0,731	0,677	0,627	0,582	0,540	0,502	0,467
9	0,914	0,837	0,766	0,703	0,645	0,592	0,544	0,500	0,460	0,424
10	0,905	0,820	0,744	0,676	0,614	0,558	0,508	0,463	0,422	0,386
11	0,896	0,804	0,722	0,650	0,585	0,527	0,475	0,429	0,388	0,350
12	0,887	0,789	0,701	0,625	0,557	0,497	0,444	0,397	0,356	0,319
13	0,879	0,773	0,681	0,601	0,530	0,469	0,415	0,368	0,326	0,290
14	0,870	0,758	0,661	0,577	0,505	0,442	0,388	0,340	0,299	0,263
15	0,861	0,743	0,642	0,555	0,481	0,417	0,362	0,315	0,275	0,239
16	0,853	0,728	0,623	0,534	0,458	0,394	0,339	0,292	0,252	0,218
17	0,844	0,714	0,605	0,513	0,436	0,371	0,317	0,270	0,231	0,198
18	0,836	0,700	0,587	0,494	0,416	0,350	0,296	0,250	0,212	0,180
19	0,828	0,686	0,570	0,475	0,396	0,331	0,277	0,232	0,194	0,164
20	0,820	0,673	0,554	0,456	0,377	0,312	0,258	0,215	0,178	0,149
21	0,811	0,660	0,538	0,439	0,359	0,294	0,242	0,199	0,164	0,135
22	0,803	0,647	0,522	0,422	0,342	0,278	0,226	0,184	0,150	0,123
23	0,795	0,634	0,507	0,406	0,326	0,262	0,211	0,170	0,138	0,112
24	0,788	0,622	0,492	0,390	0,310	0,247	0,197	0,158	0,126	0,102
25	0,780	0,610	0,478	0,375	0,295	0,233	0,184	0,146	0,116	0,092
30	0,742	0,552	0,412	0,308	0,231	0,174	0,131	0,099	0,075	0,057
35	0,706	0,500	0,355	0,253	0,181	0,130	0,094	0,068	0,049	0,036
40	0,672	0,453	0,307	0,208	0,142	0,097	0,067	0,046	0,032	0,022
45	0,639	0,410	0,264	0,171	0,111	0,073	0,048	0,031	0,021	0,014
50	0,608	0,372	0,228	0,141	0,087	0,054	0,034	0,021	0,013	0,009

Таблица Б.3 **Приведенная стоимость 1 долл.** ***(PVIF) (продолжение)***

СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)

Год	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	0,812	0,797	0,783	0,769	0,756	0,743	0,731	0,718	0,706	0,694
3	0,731	0,712	0,693	0,675	0,658	0,641	0,624	0,609	0,593	0,579
4	0,659	0,636	0,613	0,592	0,572	0,552	0,534	0,516	0,499	0,482
5	0,593	0,567	0,543	0,519	0,497	0,476	0,456	0,437	0,419	0,402
6	0,535	0,507	0,480	0,456	0,432	0,410	0,390	0,370	0,352	0,335
7	0,482	0,452	0,425	0,400	0,376	0,354	0,333	0,314	0,296	0,279
8	0,434	0,404	0,376	0,351	0,327	0,305	0,285	0,266	0,249	0,233
9	0,391	0,361	0,333	0,308	0,284	0,263	0,243	0,225	0,209	0,194
10	0,352	0,322	0,295	0,270	0,247	0,227	0,208	0,191	0,176	0,162
11	0,317	0,287	0,261	0,237	0,215	0,195	0,178	0,162	0,148	0,135
12	0,286	0,257	0,231	0,208	0,187	0,168	0,152	0,137	0,124	0,112
13	0,258	0,229	0,204	0,182	0,163	0,145	0,130	0,116	0,104	0,093
14	0,232	0,205	0,181	0,160	0,141	0,125	0,111	0,099	0,088	0,078
15	0,209	0,183	0,160	0,140	0,123	0,108	0,095	0,084	0,074	0,065
16	0,188	0,163	0,141	0,123	0,107	0,093	0,081	0,071	0,062	0,054
17	0,170	0,146	0,125	0,108	0,093	0,080	0,069	0,060	0,052	0,045
18	0,153	0,130	0,111	0,095	0,081	0,069	0,059	0,051	0,044	0,038
19	0,138	0,116	0,098	0,083	0,070	0,060	0,051	0,043	0,037	0,031
20	0,124	0,104	0,087	0,073	0,061	0,051	0,043	0,037	0,031	0,026
21	0,112	0,093	0,077	0,064	0,053	0,044	0,037	0,031	0,026	0,022
22	0,101	0,083	0,068	0,056	0,046	0,038	0,032	0,026	0,022	0,018
23	0,091	0,074	0,060	0,049	0,040	0,033	0,027	0,022	0,018	0,015
24	0,082	0,066	0,053	0,043	0,035	0,028	0,023	0,019	0,015	0,013
25	0,074	0,059	0,047	0,038	0,030	0,024	0,020	0,016	0,013	0,010
30	0,044	0,033	0,026	0,020	0,015	0,012	0,009	0,007	0,005	0,004
35	0,026	0,019	0,014	0,010	0,008	0,006	0,004	0,003	0,002	0,002
40	0,015	0,011	0,008	0,005	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001
45	0,009	0,006	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000
50	0,005	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000

Таблица Б.3 Приведенная стоимость 1 долл. *(PVIF)* *(продолжение)*

СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)

Год	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2	0,683	0,672	0,661	0,650	0,640	0,630	0,620	0,610	0,601	0,592
3	0,564	0,551	0,537	0,524	0,512	0,500	0,488	0,477	0,466	0,455
4	0,467	0,451	0,437	0,423	0,410	0,397	0,384	0,373	0,361	0,350
5	0,386	0,370	0,355	0,341	0,328	0,315	0,303	0,291	0,280	0,269
6	0,319	0,303	0,289	0,275	0,262	0,250	0,238	0,227	0,217	0,207
7	0,263	0,249	0,235	0,222	0,210	0,198	0,188	0,178	0,168	0,159
8	0,218	0,204	0,191	0,179	0,168	0,157	0,148	0,139	0,130	0,123
9	0,180	0,167	0,155	0,144	0,134	0,125	0,116	0,108	0,101	0,094
10	0,149	0,137	0,126	0,116	0,107	0,099	0,092	0,085	0,078	0,073
11	0,123	0,112	0,103	0,094	0,086	0,079	0,072	0,066	0,061	0,056
12	0,102	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,052	0,047	0,043
13	0,084	0,075	0,068	0,061	0,055	0,050	0,045	0,040	0,037	0,033
14	0,069	0,062	0,055	0,049	0,044	0,039	0,035	0,032	0,028	0,025
15	0,057	0,051	0,045	0,040	0,035	0,031	0,028	0,025	0,022	0,020
16	0,047	0,042	0,036	0,032	0,028	0,025	0,022	0,019	0,017	0,015
17	0,039	0,034	0,030	0,026	0,023	0,020	0,017	0,015	0,013	0,012
18	0,032	0,028	0,024	0,021	0,018	0,016	0,014	0,012	0,010	0,009
19	0,027	0,023	0,020	0,017	0,014	0,012	0,011	0,009	0,008	0,007
20	0,022	0,019	0,016	0,014	0,012	0,010	0,008	0,007	0,006	0,005
21	0,018	0,015	0,013	0,011	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004
22	0,015	0,013	0,011	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,004	0,003
23	0,012	0,010	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002
24	0,010	0,008	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002
25	0,009	0,007	0,006	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001
30	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000
35	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
45	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Таблица Б.3 Приведенная стоимость 1 долл. *(PVIF) (продолжение)*

СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)

Год	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2	0,583	0,574	0,565	0,557	0,549	0,541	0,533	0,525	0,518	0,510
3	0,445	0,435	0,425	0,416	0,406	0,398	0,389	0,381	0,372	0,364
4	0,340	0,329	0,320	0,310	0,301	0,292	0,284	0,276	0,268	0,260
5	0,259	0,250	0,240	0,231	0,223	0,215	0,207	0,200	0,193	0,186
6	0,198	0,189	0,181	0,173	0,165	0,158	0,151	0,145	0,139	0,133
7	0,151	0,143	0,136	0,129	0,122	0,116	0,110	0,105	0,100	0,095
8	0,115	0,108	0,102	0,096	0,091	0,085	0,081	0,076	0,072	0,068
9	0,088	0,082	0,077	0,072	0,067	0,063	0,059	0,055	0,052	0,048
10	0,067	0,062	0,058	0,054	0,050	0,046	0,043	0,040	0,037	0,035
11	0,051	0,047	0,043	0,040	0,037	0,034	0,031	0,029	0,027	0,025
12	0,039	0,036	0,033	0,030	0,027	0,025	0,023	0,021	0,019	0,018
13	0,030	0,027	0,025	0,022	0,020	0,018	0,017	0,015	0,014	0,013
14	0,023	0,021	0,018	0,017	0,015	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009
15	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006
16	0,013	0,012	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,006	0,005	0,005
17	0,010	0,009	0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,004	0,003
18	0,008	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002
19	0,006	0,005	0,004	0,004	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002
20	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001
21	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
22	0,003	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
23	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000
24	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000
25	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
30	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
35	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
40	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
45	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
50	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Таблица Б.4 Приведенная стоимость ренты в 1 долл. *(PVIFA)*

	СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)									
Год	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**	**6%**	**7%**	**8%**	**9%**	**10%**
1	0,990	0,980	0,971	0,962	0,952	0,943	0,935	0,926	0,917	0,909
2	1,970	1,942	1,913	1,886	1,859	1,833	1,808	1,783	1,759	1,736
3	2,941	2,884	2,829	2,775	2,723	2,673	2,624	2,577	2,531	2,487
4	3,902	3,808	3,717	3,630	3,546	3,465	3,387	3,312	3,240	3,170
5	4,853	4,713	4,580	4,452	4,329	4,212	4,100	3,993	3,890	3,791
6	5,795	5,601	5,417	5,242	5,076	4,917	4,767	4,623	4,486	4,355
7	6,728	6,472	6,230	6,002	5,786	5,582	5,389	5,206	5,033	4,868
8	7,652	7,326	7,020	6,733	6,463	6,210	5,971	5,747	5,535	5,335
9	8,566	8,162	7,786	7,435	7,108	6,802	6,515	6,247	5,995	5,759
10	9,471	8,983	8,530	8,111	7,722	7,360	7,024	6,710	6,418	6,145
11	10,368	9,787	9,253	8,760	8,306	7,887	7,499	7,139	6,805	6,495
12	11,255	10,575	9,954	9,385	8,863	8,384	7,943	7,536	7,161	6,814
13	12,134	11,348	10,635	9,986	9,394	8,853	8,358	7,904	7,487	7,103
14	13,004	12,106	11,296	10,563	9,899	9,295	8,746	8,244	7,786	7,367
15	13,865	12,849	11,938	11,118	10,380	9,712	9,108	8,560	8,061	7,606
16	14,718	13,578	12,561	11,652	10,838	10,106	9,447	8,851	8,313	7,824
17	15,562	14,292	13,166	12,166	11,274	10,477	9,763	9,122	8,544	8,022
18	16,398	14,992	13,754	12,659	11,690	10,828	10,059	9,372	8,756	8,201
19	17,226	15,679	14,324	13,134	12,085	11,158	10,336	9,604	8,950	8,365
20	18,046	16,352	14,878	13,590	12,462	11,470	10,594	9,818	9,129	8,514
21	18,857	17,011	15,415	14,029	12,821	11,764	10,836	10,017	9,292	8,649
22	19,661	17,658	15,937	14,451	13,163	12,042	11,061	10,201	9,442	8,772
23	20,456	18,292	16,444	14,857	13,489	12,303	11,272	10,371	9,580	8,883
24	21,244	18,914	16,936	15,247	13,799	12,550	11,469	10,529	9,707	8,985
25	22,023	19,524	17,413	15,622	14,094	12,783	11,654	10,675	9,823	9,077
30	25,808	22,397	19,601	17,292	15,373	13,765	12,409	11,258	10,274	9,427
35	29,409	24,999	21,487	18,665	16,374	14,498	12,948	11,655	10,567	9,644
40	32,835	27,356	23,115	19,793	17,159	15,046	13,332	11,925	10,757	9,779
45	36,095	29,490	24,519	20,720	17,774	15,456	13,606	12,108	10,881	9,863
50	39,197	31,424	25,730	21,482	18,256	15,762	13,801	12,234	10,962	9,915

Таблица Б.4 **Приведенная стоимость ренты в 1 долл. *(PVIFA) (продолжение)***

СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)

Год	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0,901	0,893	0,885	0,877	0,870	0,862	0,855	0,847	0,840	0,833
2	1,713	1,690	1,668	1,647	1,626	1,605	1,585	1,566	1,547	1,528
3	2,444	2,402	2,361	2,322	2,283	2,246	2,210	2,174	2,140	2,106
4	3,102	3,037	2,974	2,914	2,855	2,798	2,743	2,690	2,639	2,589
5	3,696	3,605	3,517	3,433	3,352	3,274	3,199	3,127	3,058	2,991
6	4,231	4,111	3,998	3,889	3,784	3,685	3,589	3,498	3,410	3,326
7	4,712	4,564	4,423	4,288	4,160	4,039	3,922	3,812	3,706	3,605
8	5,146	4,968	4,799	4,639	4,487	4,344	4,207	4,078	3,954	3,837
9	5,537	5,328	5,132	4,946	4,772	4,607	4,451	4,303	4,163	4,031
10	5,889	5,650	5,426	5,216	5,019	4,833	4,659	4,494	4,339	4,192
11	6,207	5,938	5,687	5,453	5,234	5,029	4,836	4,656	4,487	4,327
12	6,492	6,194	5,918	5,660	5,421	5,197	4,988	4,793	4,611	4,439
13	6,750	6,424	6,122	5,842	5,583	5,342	5,118	4,910	4,715	4,533
14	6,982	6,628	6,303	6,002	5,724	5,468	5,229	5,008	4,802	4,611
15	7,191	6,811	6,462	6,142	5,847	5,575	5,324	5,092	4,876	4,675
16	7,379	6,974	6,604	6,265	5,954	5,669	5,405	5,162	4,938	4,730
17	7,549	7,120	6,729	6,373	6,047	5,749	5,475	5,222	4 990	4,775
18	7,702	7,250	6,840	6,467	6,128	5,818	5,534	5,273	5,033	4,812
19	7,839	7,366	6,938	6,550	6,198	5,877	5,585	5,316	5,070	4,843
20	7,963	7,469	7,025	6,623	6 259	5,929	5,628	5,353	5,101	4,870
21	8,075	7,562	7,102	6,687	6,312	5,973	5,665	5,384	5,127	4,891
22	8,176	7,645	7,170	6,743	6,359	6,011	5,696	5,410	5,149	4,909
23	8,266	7,718	7,230	6,792	6,399	6,044	5,723	5,432	5,167	4,925
24	8,348	7,784	7,283	6,835	6,434	6,073	5,747	5,451	5,182	4,937
25	8,422	7,843	7,330	6,873	6,464	6,097	5,766	5,467	5,195	4,948
30	8,694	8,055	7,496	7,003	6,566	6,177	5,829	5,517	5,235	4,979
35	8,855	8,176	7,586	7,070	6,617	6,215	5,858	5,539	5,251	4,992
40	8,951	8,244	7,634	7,105	6,642	6,233	5,871	5,548	5,258	4,997
45	9,008	8,283	7,661	7,123	6,654	6,242	5,877	5,552	5,261	4,999
50	9,042	8,305	7,675	7,133	6,661	6,246	5,880	5,554	5,262	4,999

Таблица Б.4 **Приведенная стоимость ренты в 1 долл. *(PVIFA) (продолжение)***

	СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)									
Год	**21%**	**22%**	**23%**	**24%**	**25%**	**26%**	**27%**	**28%**	**29%**	**30%**
1	0,826	0,820	0,813	0,806	0,800	0,794	0,787	0,781	0,775	0,769
2	1,509	1,492	1,474	1,457	1,440	1,424	1,407	1,392	1,376	1,361
3	2,074	2,042	2,011	1,981	1,952	1,923	1,896	1,868	1,842	1,816
4	2,540	2,494	2,448	2,404	2,362	2,320	2,280	2,241	2,203	2,166
5	2,926	2,864	2,803	2,745	2,689	2,635	2,583	2,532	2,483	2,436
6	3,245	3,167	3,092	3,020	2,951	2,885	2,821	2,759	2,700	2,643
7	3,508	3,416	3,327	3,242	3,161	3,083	3,009	2,937	2,868	2,802
8	3,726	3,619	3,518	3,421	3,329	3,241	3,156	3,076	2,999	2,925
9	3,905	3,786	3,673	3,566	3,463	3,366	3,273	3,184	3,100	3,019
10	4,054	3,923	3,799	3,682	3,570	3,465	3,364	3,269	3,178	3,092
11	4,177	4,035	3,902	3,776	3,656	3,544	3,437	3,335	3,239	3,147
12	4,278	4,127	3,985	3,851	3,725	3,606	3,493	3,387	3,286	3,190
13	4,362	4,203	4,053	3,912	3,780	3,656	3,538	3,427	3,322	3,223
14	4,432	4,265	4,108	3,962	3,824	3,695	3,573	3,459	3,351	3,249
15	4,489	4,315	4,153	4,001	3,859	3,726	3,601	3,483	3,373	3,268
16	4,536	4,357	4,189	4,033	3,887	3,751	3,623	3,503	3,390	3,283
17	4,576	4,391	4,219	4,059	3,910	3,771	3,640	3,518	3,403	3,295
18	4,608	4,419	4,243	4,080	3,928	3,786	3,654	3,529	3,413	3,304
19	4,635	4,442	4,263	4,097	3,942	3,799	3,664	3,539	3,421	3,311
20	4,657	4,460	4,279	4,110	3,954	3,808	3,673	3,546	3,427	3,316
21	4,675	4,476	4,292	4,121	3,963	3,816	3,679	3,551	3,432	3,320
22	4,690	4,488	4,302	4,130	3,970	3,822	3,684	3,556	3,436	3,323
23	4,703	4,499	4,311	4,137	3,976	3,827	3,689	3,559	3,438	3,325
24	4,713	4,507	4,318	4,143	3,981	3,831	3,692	3,562	3,441	3,327
25	4,721	4,514	4,323	4,147	3,985	3,834	3,694	3,564	3,442	3,329
30	4,746	4,534	4,339	4,160	3,995	3,842	3,701	3,569	3,447	3,332
35	4,756	4,541	4,345	4,164	3,998	3,845	3,703	3,571	3,448	3,333
40	4,760	4,544	4,347	4,166	3,999	3,846	3,703	3,571	3,448	3,333
45	4,761	4,545	4,347	4,166	4,000	3,846	3,704	3,571	3,448	3,333
50	4,762	4,545	4,348	4,167	4,000	3,846	3,704	3,571	3,448	3,333

Таблица Б.4 **Приведенная стоимость ренты в 1 долл.** ***(PVIFA) (продолжение)***

СТАВКА ДИСКОНТА (ПРОЦЕНТА)

Год	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
1	0,763	0,758	0,752	0,746	0,741	0,735	0,730	0,725	0,719	0,714
2	1,346	1,331	1,317	1,303	1,289	1,276	1,263	1,250	1,237	1,224
3	1,791	1,766	1,742	1,719	1,696	1,673	1,652	1,630	1,609	1,589
4	2,130	2,096	2,062	2,029	1,997	1,966	1,935	1,906	1,877	1,849
5	2,390	2,345	2,302	2,260	2,220	2,181	2,143	2,106	2,070	2,035
6	2,588	2,534	2,483	2,433	2,385	2,339	2,294	2,251	2,209	2,168
7	2,739	2,677	2,619	2,562	2,508	2,455	2,404	2,355	2,308	2,263
8	2,854	2,786	2,721	2,658	2,598	2,540	2,485	2,432	2,380	2,331
9	2,942	2,868	2,798	2,730	2,665	2,603	2,544	2,487	2,432	2,379
10	3,009	2,930	2,855	2,784	2,715	2,649	2,587	2,527	2,469	2,414
11	3,060	2,978	2,899	2,824	2,752	2,683	2,618	2,555	2,496	2,438
12	3,100	3,013	2,931	2,853	2,779	2,708	2,641	2,576	2,515	2,456
13	3,129	3,040	2,956	2,876	2,799	2,727	2,658	2,592	2,529	2,469
14	3,152	3,061	2,974	2,892	2,814	2,740	2,670	2,603	2,539	2,477
15	3,170	3,076	2,988	2,905	2,825	2,750	2,679	2,611	2,546	2,484
16	3,183	3,088	2,999	2,914	2,834	2,757	2,685	2,616	2,551	2,489
17	3,193	3,097	3,007	2,921	2,840	2,763	2,690	2,621	2,555	2,492
18	3,201	3,104	3,012	2,926	2,844	2,767	2,693	2,624	2,557	2,494
19	3,207	3,109	3,017	2,930	2,848	2,770	2,696	2,626	2,559	2,496
20	3,211	3,113	3,020	2,933	2,850	2,772	2,698	2,627	2,561	2,497
21	3,215	3,116	3,023	2,935	2,852	2,773	2,699	2,629	2,562	2,498
22	3,217	3,118	3,025	2,936	2,853	2,775	2,700	2,629	2,562	2,498
23	3,219	3,120	3,026	2,938	2,854	2,775	2,701	2,630	2,563	2,499
24	3,221	3,121	3,027	2,939	2,855	2,776	2,701	2,630	2,563	2,499
25	3,222	3,122	3,028	2,939	2,856	2,776	2,702	2,631	2,563	2,499
30	3,225	3,124	3,030	2,941	2,857	2,777	2,702	2,631	2,564	2,500
35	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500
40	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500
45	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500
50	3,226	3,125	3,030	2,941	2,857	2,778	2,703	2,632	2,564	2,500

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Краткие сведения о программах профессиональной сертификации

ВВЕДЕНИЕ

Сфера финансовых услуг продолжает, как и в недавнем прошлом, быстро и динамично расти и трансформироваться. Сегодня на рынках оперирует большее число людей с возросшими доходами, а также с более глубоким пониманием вопросов финансовой безопасности и потребностью в ней, чем когда бы то ни было ранее. Это породило удивительные возможности для сектора финансовых услуг. Одновременно растет потребность в хорошо образованных, знающих и квалифицированных специалистах, обладающих высокими профессиональными и личными качествами. Вследствие этого увеличивается значение профессиональных ассоциаций и обществ, а также присваиваемых ими квалификационных званий. Соискатели или обладатели различных квалификационных званий должны не только удовлетворять определенным академическим критериям, но также иметь установленный профессиональный стаж и соответствовать стандартам в отношении послужного списка и этики. Ниже дается краткий обзор основных профессиональных званий.

Квалификационные звания

Звание дипломированного финансового аналитика *(CFA)* присваивается Институтом дипломированных финансовых аналитиков. Этот Институт был образован в 1959 г., первоначальную поддержку получил от Федерации финансовых аналитиков. Данная поддержка основывалась на убеждении в том, что инвесторы наряду с самой широкой публикой будут получать максимум услуг только от тех финансовых аналитиков, которые постоянно работают над тем, чтобы соответствовать высоким профессиональным и личным критериям. Эти стандарты вырабатываются членами Института и принимаются на основе консенсуса, соответствие им устанавливается при выполнении ряда программ, разработанных и воплощенных в жизнь Институтом.

Финансовый аналитик, желающий стать членом Института, должен: 1) отвечать формальным требованиям, предъявляемым к членам; 2) полностью подчиняться этическому кодексу и стандартам профессионального поведения *CFA*; 3) изучать книги, журнальные статьи и другие определенные Институтом материалы; 4) успешно сдать три организованных Институтом экзамена, каждый из которых рассчитан примерно на шесть часов. Кандидат на присвоение звания *CFA* должен в момент подачи заявки иметь, по меньшей мере, одно основное место работы:

- связанное с финансовым анализом инвестиций в ценные бумаги в банке, инвестиционной или страховой компании либо в другой компании, которая оказывает финансовые услуги или управляет инвестициями;
- в качестве ассистента, адъюнкта или полного профессора либо ректора колледжа или университета, занимающегося преподаванием и/или исследованиями на темы инвестиций в ценные бумаги;
- в качестве экономиста, проводящего финансовый анализ инвестиций в ценные бумаги;
- в качестве портфельного менеджера;
- в качестве финансового аналитика по инвестициям в ценные бумаги в государственном агентстве;
- в качестве финансового аналитика по инвестициям в ценные бумаги в корпоративном пенсионном фонде, фонде участия в прибылях или другом пенсионном фонде;
- в качестве руководителя группы финансовых аналитиков или портфельных менеджеров, занимающихся инвестициями в ценные бумаги (если до принятия на себя управленческих функций он сам работал финансовым аналитиком или портфельным менеджером).

Приемы и методы финансового анализа постоянно меняются и совершенствуются, для того чтобы соответствовать требованиям динамичной инвестиционной среды. Учебный курс и программы экзаменов также все время обновляются для отражения последних достижений аналитической теории. После утверждения кандидатуры соискателя звания *CFA* ему отправляют Учебное руководство, содержащее детальный список литературы для изучения. Вся программа основана на домашнем изучении, и Институт формально не проводит никаких учебных занятий. Однако он совместно с координаторами учебных программ *CFA* региональных обществ аналитиков или с колледжами и университетами организует учебные группы. Для того чтобы помочь кандидатам в обучении, Институт периодически публикует справочные руководства, учебники и списки рекомендуемой литературы.

Звание *CFA* присваивается кандидатам, сдавшим экзамен и отвечающим другим требованиям, установленным Институтом. По всему миру ежегодно в первую субботу июня проводятся такие экзамены: Экзамен I. Принципы инвестирования. Экзамен II. Прикладной финансовый анализ. Экзамен III. Управление инвестициями.

Для регистрации детальная анкета и сопроводительные документы должны быть представлены соискателем не позднее 15 июля за год до планируемой сдачи экзамена I. Подача регистрационных документов сопровождается уплатой 50 долл. Документы, поступившие после 15 июля, но до 1 октября, также принимаются, но при этом взимается дополнительная плата 50 долл. (итого 100 долл.). После 1 октября заявки не принимаются. Регистрационные взносы не возвращаются. Взносы за сдачу экзаменов варьируют и зависят от времени уплаты и вида экзамена, на который регистрируется соискатель.

Дополнительную информацию можно получить по адресу:

The Institute of Chartered Financial Analysts
P.O. Box 3668
Charlottesville, Virginia 22903

Telephone No. (804) 977-6600

Дипломированный инвестиционный консультант — *CIC*

Данное звание относительно ново для сферы финансовых услуг и достаточно узкопрофильно. Оно присваивается только лицам, работающим инвестиционными консультантами в организациях, оказывающих финансовые услуги, частных или государственных корпорациях или институтах либо независимо. Но при этом соискатель обязательно должен заниматься инвестиционным консультированием.

Частные лица, стремящиеся получить звание *CIC*, должны уже обладать званием *CFA* и к моменту подачи заявки состоять в трудовых отношениях с одной из организаций, являющейся членом Американской ассоциации инвестиционных консультантов. Кроме того, необходимо предоставить профессиональные рекомендации от некоторого числа обладателей звания *CIC*.

Для получения звания *CIC* не нужно проходить дополнительного курса обучения или сдавать экзамены. Взнос за присвоение звания *CIC*, часто уплачиваемый фирмой—работодателем соискателя, составляет 25 долл. Если звание было присвоено, оно сохраняется вне зависимости от переездов или служебных перемещений, пока его держатель остается на хорошем счету в Американской ассоциации инвестиционных консультантов и продолжает деятельность в качестве инвестиционного консультанта.

Дополнительную информацию можно получить по адресу:

Investment Counselor Association of America
20 Exchange Place
New York, New York 10005

Telephone No. (212) 344-0999

Дипломированный финансовый консультант — *ChFC*

Это звание предназначено для расширения знаний и повышения профессиональной квалификации специалистов по финансовому планированию и агентов по страхованию жизни. Оно присваивается при условии успешного окончания курса обучения, состоящего из 10 частей и посвященного основам финансового консалтинга, инвестиционного управления и персонального финансового управления. Данный курс может быть пройден самостоятельно или посредством посещения занятий, организуемых либо отделениями Американского общества дипломированных финансовых консультантов, либо связанным с ними колледжем или университетом.

Для записи на курс обучения необходим трехлетний профессиональный стаж в области страхования, инвестиций или финансового управления. Не требуется никакой академической степени, но, как правило, нужен диплом о высшем образовании. Также необходимы личные и профессиональные рекомендации.

Программа обучения состоит из 10 курсов на уровне колледжа, каждый из которых рассчитан примерно на 15 недель. Для успешного выполнения программы по окончании каждого курса необходимо сдать трехчасовой экзамен. Периодичность и время проведения обучения и экзаменов наряду с их стоимостью варьируют в зависимости от места и организатора.

Дополнительную информацию можно получить по адресу:

The American College
270 Bryn Mawr Avenue
Bryn Mawr, Pennsylvania 19010

Telephone No. (215) 526-1000

Дипломированный специалист по страхованию жизни — *CLU*

Это звание специально предусмотрено для расширения знаний и повышения профессиональной квалификации специалистов по страхованию жизни. Большинство, но не все из соискателей и обладателей данного звания, являются также лицензированными страховыми агентами или брокерами. Звание *CLU* присваивается только в случае успешного окончания курса обучения, состоящего из 10 частей и посвященного основам экономических наук, финансов, налогообложения, инвестиций и другим вопросам управления рисками в применении к страхованию жизни. Данный курс может быть пройден самостоятельно или посредством посещения занятий, организуемых отделениями Американского общества дипломированных специалистов по страхованию жизни либо связанным с ними колледжем или университетом.

Для записи на курс обучения необходимо иметь три года профессионального стажа в области страхования, предпочтительно по страхованию жизни. Никакой академической степени не требуется, но иметь диплом о высшем образовании весьма желательно. Также необходимы три рекомендации от клиентов и/или коллег.

Программа обучения состоит из 10 курсов на уровне колледжа, каждый из которых рассчитан примерно на 15 недель. Для успешного выполнения программы по окончании каждого курса необходимо сдать трехчасовой экзамен. Периодичность и время проведения обучения и экзаменов наряду с их стоимостью варьируют в зависимости от места и организатора.

Дополнительную информацию можно получить по адресу:

The American College
270 Bryn Mawr Avenue
Bryn Mawr, Pennsylvania 19010

Telephone No. (215) 526-1000

Дипломированный специалист по финансовому планированию — *CFP*

Это звание присваивается после успешного окончания курса обучения, состоящего из шести частей. По завершении каждого раздела программы необходимо сдать трехчасовой экзамен (итого 18 ч проверки знаний). Раньше звание *CFP* присваивалось только Колледжем финансового планирования, расположенным в Денвере, шт. Колорадо. Этот колледж недавно уступил свои права на звание *CFP* Международному совету по стандартам и практике дипломированных специалистов по финансовому планированию.

Для записи на курс обучения необходимо иметь как минимум три года профессионального стажа в области инвестиций, личных финансов или финансового управления. Академической степени не требуется, но иметь диплом о высшем образовании весьма желательно. Курс обучения состоит из шести разделов: 1) введение в финансовое планирование; 2) управление рисками; 3) инвестиции; 4) налоговое планирование; 5) пенсионное планирование и пенсионное обеспечение занятых; 6) планирование операций с недвижимостью. Экзамены проводятся три раза в год.

Дополнительную информацию можно получить по адресу:

International Board of Certified Financial Planners
5445 DPC Parkway, Suite 1
Englewood, CO 80111

Telephone No. (303) 850-0333

Дипломированный специалист по финансовому учету — *CPA*

Учетные работники собирают и анализируют финансовую и деловую информацию, а также учетную документацию. На основе этой информации они подготавливают отчеты о прибылях и убытках, балансовые отчеты, анализ издержек, налоговые отчеты и ряд других документов фирмы или организации, в которой они работают (или которую консультируют). Учетные работники специализируются на таких областях, как аудит, налогообложение, учет издержек, планирование и контроль финансовых потоков, а также системы и процедуры. Кроме того, они могут концентрироваться на определенных сегментах бизнеса, например учете сельскохозяйственных предприятий или налогообложении корпораций. Эти специалисты могут работать как в государственном, так и в частном секторе.

В большинстве штатов, чтобы получить звание *CPA*, необходимо сдать квалификационный экзамен, подготавливаемый и проводимый Американским институтом дипломированных специалистов по финансовому учету *(AICPA)*. Состоящий из четырех частей экзамен проверяет знания кандидата по теории и практике учета, которые *AICPA* считает необходимыми для получения лицензии и осуществления деятельности по финансовому учету. Экзамен, который рассчитан на три дня, обычно проводится в

первую среду, четверг и пятницу мая и ноября. Однако фактическая сертификация зависит от местного законодательства и может варьировать от одного штата к другому. В некоторых штатах требуется только получение звания *CPA* без дальнейшей сертификации. Однако почти во всех штатах для допуска к экзамену от кандидата требуется минимальный двухлетний стаж работы в качестве специалиста по учету или на эквивалентной должности.

В каждом штате работает свое сертификационное агентство, но дополнительную информацию можно получить по адресу:

American Institute of Certified Public Accountants
1221 Avenue of the Americas
New York, New York 10036

Telephone No. (212) 575-6200

Глоссарий

Агентство "Муди'з инвестор сёрвисиз" (Moody's Investors Services) (3*) — издатель различных финансовых справочников, в том числе "Муди'з мэнюэлз".

Акции, выкупленные из обращения (treasury stock) (6) — акции, выпущенные и впоследствии выкупленные компанией-эмитентом и оставшиеся в ее владении.

Акции первичного открытого (публичного) размещения (initial public offering (IPO)) (6) — особая группа обыкновенных акций, эмиссию которых проводят новые на фондовом рынке компании, впервые предлагающие свои акции в открытую продажу.

Акции-символы (bellwether stocks) (8) — акции, которые, по убеждению некоторых аналитиков, достаточно точно отражают состояние рынка акций в целом и поэтому являются объектом технического анализа для определения переломных точек в динамике рынка.

Акция (stock) (1) — долевая ценная бумага, дающая покупателю право на участие в капитале компании.

Альтернатива "риск — доходность" (risk-return tradeoff) (5) — отношение между риском и доходностью, показывающее, обеспечивают ли более рискованные инвестиции более высокую доходность, и наоборот.

Альтернативный налоговый минимум (*AMT*) (alternative minimum tax (AMT)) (15) — налог, введенный Конгрессом США, с тем чтобы все лица, особенно те, кто пользуется налоговыми льготами, платили федеральный подоходный налог.

Американские депозитарные свидетельства (American Depositary Receipts (ADRs)) (6) — ценные бумаги, с помощью которых осуществляются операции с иностранными акциями на американских рынках; эти свободно обращающиеся финансовые инструменты подобны обыкновенным акциям, так как каждое свидетельство представляет определенное количество акций конкретного иностранного эмитента; данные свидетельства продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и на внебиржевых рынках ценных бумаг.

Амортизация (при инвестировании в недвижимость) (depreciation) (14) — вычет из налога, рассчитываемый от первоначальной цены здания и применяемый для снижения его экономической ценности.

Анализ коэффициентов (ratio analysis) (7) — исследование взаимосвязи статей различных финансовых отчетов и различных статей одного и того же отчета.

Анализ предложения (supply analysis) (14) — оценка уровня конкуренции на рынке недвижимости, определение потенциальных конкурентов и составление их перечня с учетом предлагаемых цен и условий.

Анализ ценных бумаг (security analysis) (7) — процесс сбора и обработки информации для определения стоимости одной обыкновенной акции.

Аналитическая информация (analytical information) (3) — находящиеся в распоряжении пользователя текущие данные, предварительная оценка перспектив и рекомендации о возможных вариантах вложения капитала.

Аналитические обзоры операционных отделов (back-office research reports) (3) — материалы, содержащие анализ возможностей инвестирования и рекомендации, связанные с прогнозом поведения финансовых инструментов; публикуются брокерскими фирмами для своих клиентов.

Андеррайтинг, или гарантированная подписка (underwriting) (2) — размещение посредником нового выпуска с предоставлением эмитенту гарантии получения им определенной минимальной суммы от продажи новых ценных бумаг.

Аннуитант (annuitant) (15) — лицо, на имя которого будут направляться будущие выплаты по аннуитету.

Аннуитет (annuity)**:

(5) — поток равных сумм денежных средств, возникающий через равные промежутки времени;

(15) — серия выплат, получение которых гарантируется инвестору на ряд лет либо пожизненно.

---

* Цифры в скобках означают номер главы.

** Один и тот же термин может быть использован в разных аспектах в зависимости от конкретных ситуаций финансовых отношений.

Аннуитет, приобретаемый в рассрочку (installment annuity) (15) — рентный контракт, который покупается с оплатой в рассрочку до определенной даты. Контракт покупается на эту дату за деньги, выплаченные в рассрочку, плюс проценты на них.

Аннуитет с налоговой защитой (tax-sheltered annuity) (15) — согласно контракту об аннуитете некоторые служащие ряда учреждений, таких, как школы, правительство и некоммерческие организации, имеют право на не облагаемые налогом взносы из текущего дохода на покупку аннуитета с отсрочкой платежа.

Арбитраж (arbitration) (2) — процесс разрешения спора, во время которого брокер и его клиент приводят свои аргументы группе экспертов, выносящих постановление о разрешении конфликта.

База (basis) (15) — сумма, уплаченная за приобретение капитальных активов, включая комиссионное вознаграждение и другие издержки, связанные с приобретением.

Базисный пункт (basis points) (12) — единица, равная $^1/_{100}$%, используемая для котировки контрактов на казначейские векселя и евродоллары.

Базы данных (software) (3) — специально организованные подборки текущей и ретроспективной информации.

Балансовая стоимость (book value):

(6) — метод измерения акционерного капитала компании; она равна разности совокупных активов компании и суммы всех обязательств и капитала, внесенного владельцами привилегированных акций;

(10) — показатель объема активов, оставшихся после покрытия всех обязательств компании, обеспечивающих каждую привилегированную акцию, находящуюся в обращении; он равен разности совокупных активов и совокупных обязательств и называется также "чистая стоимость активов".

Балансовый отчет (balance sheet) (7) — обобщенная финансовая информация об активах компании, ее обязательствах и акционерном капитале на конкретную дату.

Безразличный к риску (risk-indifferent) (5) — тип инвестора, который не требует более высокой доходности инвестиций в обмен на более высокий риск.

Безрисковая ставка доходности (R_F) (risk-free rate (R_F)) (16) — доходность, которую можно получить от инвестиций, не связанных с риском, к примеру, по инвестициям в государственные ценные бумаги или застрахованные счета денежного рынка.

Биржевой рынок, или фондовые биржи (organized securities exchanges) (2) — централизованные учреждения для организации операций с выпущенными ранее ценными бумагами.

Биржевые опционы (listed options) (11) — опционы "пут" и "колл", прошедшие листинг и обращающиеся на фондовой бирже, такой, как Чикагская биржа опционов.

Брокерская ссуда (margin loan) (2) — средство получения недостающих денежных сумм для приобретения ценных бумаг в кредит под установленные проценты.

Брокерские депозитные сертификаты (brokered CDs) (4) — депозитные сертификаты, продаваемые фондовыми брокерами, имеющие более высокую доходность, чем обычные депозитные сертификаты, и не подверженные штрафам при продаже до срока погашения.

"Бросовые" облигации (junk bonds) (9) — высокорискованные спекулятивные облигации с низким рейтингом, обеспечивающие высокую доходность до момента невыполнения финансовых обязательств.

Будущая стоимость (future value) (5) — сумма, до которой возрастет текущий вклад за период с момента его помещения на счет при условии начисления сложных процентов.

"Бумажный" доход (paper return) (5) — доход в виде прироста капитала, который возможен, но еще не реализован в результате продажи инструмента инвестирования.

"Бэррон'з" (Barron's) (3) — еженедельник издательского дома "Доу Джонс", второй по значению источник финансовой информации.

Валовой доход (gross income) (15) — сумма всех доходов, облагаемых федеральным налогом.

Валютные опционы (currency options) (11) — опционы "пут" и "колл" на иностранную валюту.

Валютные фьючерсы (currency futures) (12) — фьючерсные контракты с иностранной валютой, механизм торговли которыми аналогичен механизму торговли товарными фьючерсами.

Варрант (warrant) 11) — долгосрочный опцион, который дает владельцу право купить акцию у компании по курсу, обозначенному в самом варранте.

Вексель (note) (9) — долговая ценная бумага, выпускаемая со сроком погашения от 2 до 10 лет.

Векселя Казначейства США (*Т*-векселя) (U.S. Treasury bills (T-bills)) (4) — обязательства Казначейства США, продаваемые с дисконтом и имеющие разнообразные короткие сроки до погашения и практически не подверженные риску.

Верхняя отметка (uptick) (2) — обозначение возросшего с момента последней сделки курса данной ценной бумаги.

Взаимный фонд (mutual fund):

(1) — диверсифицированный набор ценных бумаг;

(1) — компания, вкладывающая свой капитал в диверсифицированный портфель ценных бумаг и продающая свои акции инвесторам, которые таким путем приобретают долю в этом портфеле;

(13) — инвестиционная компания открытого типа, вкладывающая деньги своих акционеров в диверсифицированный портфель ценных бумаг.

Взаимный фонд денежного рынка (*MMMF*) (money market mutual fund (MMMF)):

(4) — взаимный фонд, объединяющий капитал большого числа инвесторов и использующий его для размещения в высокодоходные краткосрочные ценные бумаги;

(13) — взаимный фонд, который собирает капиталы группы инвесторов и использует их для покупки краткосрочных финансовых инструментов денежного рынка. Иначе его называют денежным фондом.

Вкладчики (limited partners) (15) — пассивные инвесторы, средства которых составляют большую часть капитала партнерства. Их ответственность ограничивается суммой вкладов.

"Вне прав" (rights-off) (11) — период, в течение которого обыкновенные акции и "права" на них продаются на отдельных рынках и не связаны друг с другом; называется также "без прав".

Внебиржевой рынок, или внебиржевой оборот (over-the-counter (OTC) market) (2) — широко разветвленная сеть телекоммуникаций, соединяющих продавцов и покупателей определенных ценных бумаг, в том числе и при первичном размещении публичных выпусков новых акций.

Внутренняя стоимость (intrinsic value) (7) — скрытая, или внутренне присущая, стоимость акции, рассчитанная в ходе фундаментального анализа.

Вторичный рынок (secondary market) (2) — механизм купли-продажи уже размещенных ценных бумаг.

Второстепенные необеспеченные облигации (subordinated debentures) (9) — необеспеченные облигации с второстепенными требованиями к активам и прибыли эмитента по сравнению с другими младшими облигациями.

Выкупной фонд (sinking fund) (9) — оговорка, определяющая сумму погашения облигаций, подлежащую ежегодному выкупу эмитентом в течение всего срока действия облигаций.

Выплаченная прибыль (payout) (15) — доход на капитал по контракту об аннуитете, реализованный тогда, когда начинается период распределения.

"Вэлью Лайн инвестмент сёрвей" (Value Line Investment Survey) (3) — еженедельный бюллетень, рассылаемый по подписке и содержащий сведения о примерно 1700 наиболее распространенных выпусках акций, а также о соответствующих отраслях; этот бюллетень популярен среди индивидуальных вкладчиков.

Гарантированные муниципальные облигации (municipal bond guarantees) (9) — гарантии, предоставляемые какой-либо третьей стороной и предусматривающие выплату основной суммы и процентов в полном размере и своевременно.

Генеральные облигации (general obligation bonds) (9) — облигации муниципалитетов, обеспечиваемые всеми доходами и источниками эмитента, а также его правом взимать налоги.

Гипотеза случайных движений (random walk hypothesis) (8) — теория, основанная на непредсказуемости движения курсов ценных бумаг и невозможности определения направления их движения.

Глобализация финансовых рынков (globalization (financial markets)) (1) — расширение доступа инвесторов к финансовым рынкам всего мира.

Годовая чистая операционная прибыль от объекта (*NOI*) (net operating income (NOI)) (14) — разность между валовым потенциальным доходом от сдачи объекта недвижимости в аренду и суммой убытков от пустующих помещений, убытков из-за неуплаты ренты и затрат на содержание объекта.

Годовое собрание акционеров (annual stockholder's meeting) (6) — проводимое раз в год собрание акционеров компании, во время которого рассматривается годовой отчет о результатах деятельности компании, проводятся выборы членов правления и решаются другие специальные вопросы управления компанией.

Годовой финансовый отчет (stockholder's (annual) report) (3) — отчет, публикуемый ежегодно каждой открытой акционерной компанией; содержит разнообразную информацию, в том числе финансовые отчеты компании за последний финансовый год.

Голосование акционеров путем простого большинства (majority voting) (6) — наиболее распространённый метод голосования акционеров, при котором каждый из них наделен правом одного голоса в расчете на одну акцию, находящуюся у него во владении, а также правом подачи принадлежащего ему количества голосов за каждую позицию, выдвигаемую правлением компании.

Голосование акционеров путем сложения голосов по акциям (кумулятивное голосование) (cumulative voting) (6) — метод голосования, при котором акционеры отдают все принадлежащие им суммарные голоса в любом удобном для них порядке.

"Горящий", или срочный, приказ (fill-or-kill order) (2) — приказ, который должен быть немедленно исполнен или, в случае отсутствия такой возможности, аннулирован.

Графические отрезки (bar chart) (8) — наиболее простой тип графика, где данные о курсе акций откладываются на вертикальной оси, а данные о периоде — на горизонтальной; курсы акций откладываются на вертикальных отрезках, фиксирующих самый высокий, самый низкий курсы и курс на момент завершения торгов.

Группа по продаже ценных бумаг (selling group) (2) — сеть брокерских фирм, которые объединяются для принятия ответственности за продажу определенных долей выпуска новой ценной бумаги.

Дата истечения (expiration date) (11) — дата, после которой прекращается существование опциона.

Дата истечения срока опциона (expiration date) (11) — срок, после которого заканчивается действие варранта.

Дата регистрации (date of record) (6) — дата, к которой инвестор должен быть зарегистрирован как владелец акций компании, что дает ему право на получение дивиденда.

Двойной листинг (dual listing) (2) — регистрация акций фирмы более чем на одной бирже.

Дебетовый остаток (debit balance) (2) — сумма заемных средств, полученных при покупке ценных бумаг в кредит от брокера.

Действительное партнерство по управлению недвижимостью (master limited partnership) (14) — партнерство с ограниченной ответственностью, акции которого размещаются публично и обращаются на фондовых биржах.

Действительное партнерство с ограниченной ответственностью (*MLP*) (master limited partnership (MLP)) (15) — партнерство открытого типа, доли участия в котором продаются на одной из главных фондовых бирж.

Действительный риск (relevant risk) (16) — риск, не поддающийся диверсификации.

Делистинг эмитента (de-listed) (2) — исключение из регистрационного списка фондовой биржи за невыполнение конкретных требований листинга.

Деловой риск (business risk) (5) — степень неопределенности, связанная с созданием доходов от инвестиций, достаточных, чтобы расплатиться со всеми инвесторами, предоставившими средства.

Демографические характеристики (demographics) (14) — показатели, описывающие состав населения какого-либо района: размеры семьи, возрастную структуру, распределе-

ние по видам занятий, по полу, по семейному положению; учитываются при анализе спроса на недвижимость.

Денежный рынок (money market):

(1) — сегмент финансового рынка, где ресурсы приобретают и продают на короткий срок;

(2) — механизм купли-продажи краткосрочных ценных бумаг.

Денежный фонд правительственных ценных бумаг (government securities money fund) (4) — взаимный фонд денежного рынка, ограничивающий свои инвестиции вложениями в казначейские векселя и другие краткосрочные ценные бумаги правительства США и его органов.

Деноминация (denominations) (9) — стандартная сумма погашения облигаций, на которые разбивается весь выпуск для облегчения их продажи инвесторам.

Депозитарные свидетельства (*ADR*) (American Depositary Receipts (ADRs)) (2) — свободно обращающиеся сертификаты, заменяющие акции зарубежных эмитентов, находящиеся в доверительном управлении зарубежных отделений американских банков.

Депозитные сертификаты (ДС) (certificates of deposit (CDs)) (4) — инструменты сбережений, в которых средства должны оставаться на счете в течение установленного периода времени; за их преждевременное изъятие взимается штраф.

Депозитные счета денежного рынка (*MMDAs*) (money market deposit accounts (MMDAs)) (4) — счета депозитных институтов, имеющие федеральную страховку и свойства взаимных фондов денежного рынка, но не имеющие установленного законодательно минимального остатка, который многие институты определяют самостоятельно.

Депонированные дивиденды (in arrears) (10) — невыполненные обязательства по дивидендам на привилегированные акции компании.

Диверсификация (diversification):

(1) — включение в портфель различных финансовых инструментов с целью повышения доходности или уменьшения риска;

(4) — использование различных инвестиционных инструментов для минимизации риска;

(16) — использование нескольких различных инвестиционных инструментов с целью сокращения риска.

Диверсифицируемый риск (diversifiable risk):

(5) — часть инвестиционного риска, проистекающего из неконтролируемых или случайных событий, но устранимого путем диверсификации; также называется несистематическим риском;

(16) — уникальный риск отдельного инвестиционного инструмента, от которого можно избавиться с помощью диверсификации.

Дивиденд, выплачиваемый акциями (stock dividend) (6) — форма выплаты дивидендов акционерам в виде дополнительного выпуска акций той же компании.

Дивиденд наличными (cash dividend) (6) — форма выплаты дивиденда в виде наличных денежных средств.

Дивидендные премии (extra dividends) (6) — дополнительные дивиденды, объявленные тогда, когда уровень прибылей компании выше ожидаемого; обычно выплачиваются в последнем квартале года.

Дивидендный доход (dividend income) (13) — доход, полученный в результате распределения дивидендов и процентов на ценные бумаги из портфеля взаимного фонда.

Дивиденды (dividends) (1) — периодические выплаты фирмы владельцам своих акций.

Дилеры (dealers) (2) — торговцы, которые создают рынок, предлагая купить или продать определенные ценные бумаги внебиржевого оборота по установленному ими курсу.

Дисконтированные потоки денежных средств (discounted cash flows) (14) — показатель доходности инвестиций, используемый в инвестиционном анализе недвижимости и определяемый через приведение соответствующих сумм потоков денежных средств в посленалоговом исчислении к текущей стоимости. Используется в расчетах чистой приведенной стоимости.

Дисконтный брокер (discount broker):

(2) — посредник, заключающий сделки с ценными бумагами для клиента, но не предоставляющий ему консультационных услуг и аналитической информации;

(6) — брокер, проводящий операции с ценными бумагами и выполняющий заказы клиентов за значительно сниженные комиссионные.

Дисконтный доход (discount basis)(4) — метод получения процентов по краткосрочным инвестициям путем покупки долговой ценной бумаги по курсу ниже ее стоимости, выплачиваемой при погашении, когда разность составляет все полученные проценты.

Дисперсия (variance) (16) — статистическая мера, используемая для оценки размаха колебаний, рассчитывается как квадрат стандартного отклонения.

"Длинная" покупка (long purchase) (2) — сделка, при которой инвестор покупает ценные бумаги в надежде на рост курса и извлечение курсовых доходов.

Дневной приказ (day order) (17) — приказ на покупку или продажу ценных бумаг, действие которого в случае неисполнения завершается в конце того же торгового дня, когда он был объявлен.

Договорные комиссионные (negotiated commissions):

(2) — вознаграждение брокеру по договорным ставкам, применяемым к институциональным и другим крупным инвесторам;

(6) — затраты на проведение торговых операций по купле-продаже ценных бумаг, объем которых является предметом договора между брокерами (брокерскими фирмами), с одной стороны, и институциональными инвесторами или состоятельными частными инвесторами — с другой.

Долговые ценные бумаги (debt) (1) — средства, вложенные в обмен на получение дохода в форме процента, и обязательство возврата суммы долга в установленный срок.

Долгосрочные инвестиции (long-term investments) (1) — вложения в финансовые инструменты со сроком больше года или бессрочные.

Доход (return) (5) — ожидаемый уровень прибыли от инвестирования; вознаграждение за инвестирование.

Доход на инвестированный капитал (return on invested capital) (12) — доход инвестора, основанный скорее на сумме денег, реально вложенных в ценности, нежели на стоимости самого контракта.

Доход с правом на налоговые льготы (tax-favored income) (15) — доход на вложенный капитал, не облагаемый налогом или облагаемый по меньшей ставке, чем доход на аналогичные вложения, по которому разрешается отсрочка уплаты на будущее, а также доход, который можно зачесть как прирост капитала.

Доходность за период владения активом (*HPR*) (holding period return (HPR)) (5) — доходность инструмента инвестирования за определенный период (обычно не более года), которая вычисляется путем деления суммы текущего дохода и прироста капитала (или убытков), полученных в течение периода владения активом, на первоначальную стоимость инвестиций.

Доходность к погашению (yield to maturity) (9) — другое название заявленной доходности.

Доходность облигаций (bond yields) (3) — обобщенный измеритель дохода, который инвестор мог бы получить, владея облигацией до момента погашения (рассчитывается как годовая норма доходности).

Доходные облигации (income bonds) (9) — младшие облигации, содержащие оговорку о выплате текущих процентов только при условии достаточности прибыли эмитента.

Доходные облигации (revenue bonds) (9) — муниципальные облигации, обеспечиваемые доходами от определенного объекта, выплаты основной суммы и процентов по которым осуществляются только в том случае, когда достигнут достаточный уровень доходности.

Доходный метод (income approach) (14) — способ оценки стоимости недвижимости, согласно которому рыночная стоимость рассчитывается на базе приведенной стоимости будущих доходов.

Доходы от прироста капитала, или курсовые доходы (capital gains) (1) — прибыль, полученная от продажи акции по курсу выше цены приобретения.

Драгоценные камни (gemstones) (12) — алмазы и окрашенные драгоценные камни (рубины, сапфиры и изумруды).

Драгоценные металлы (precious metals) (12) — материальные активы, такие, как золото, серебро и платина, которые концентрируют значительную стоимость в малых массе и объеме.

Дробление акций (stock split) (6) — операция, с помощью которой компания увеличивает количество своих акций в обращении посредством замены каждой из ранее выпущенных акций определенным количеством новых акций.

Ежедневный ценовой лимит (daily price limit) (12) — ограничение на изменение цены товара, лежащего в основе контракта, от одного дня к другому.

Зарегистрированные депозитарные свидетельства (*ADR*) (company-sponsored ADRs) (2) — депозитарные свидетельства, отвечающие требованиям контрольных органов федерального правительства и прошедшие листинг на крупнейших фондовых биржах США.

Затратный подход (cost approach) (14) — подход к оценке недвижимости, основанный на том, что покупатель не должен платить за объект больше, чем стоит его строительство заново по текущим ценам на землю, строительные материалы и работы.

Заявленная доходность (promised yield) (9) — показатель доходности, учитывающий как проценты, так и курсовые изменения, рассчитанный на основе сложного процента за весь период, оставшийся до погашения облигации.

Изменчивость (volatility) (16) — величина колебаний доходности ценной бумаги или портфеля.

Именные облигации (registered bonds) (9) — облигации, выпускаемые для определенных держателей, имена которых должны быть официально зарегистрированы.

Имущественные вложения (property) (1) — вложения в реальные активы компании или личное реальное имущество.

Инвестирование (investing) (1) — процесс помещения денег в те или иные финансовые инструменты с расчетом на увеличение их стоимости и (или) получение положительной величины дохода.

Инвестиции в материальные активы (tangible investments) (12) — инвестиционные инструменты, имеющие реальную форму существования, такие, как драгоценные металлы, марки или произведения искусства; активы, которые приобретаются отчасти за их инвестиционные достоинства.

Инвестиции с высоким риском (high-risk investments) (1) — вложения, которые считаются спекулятивными с точки зрения гарантии получения определенного дохода.

Инвестиции с низким риском (low-risk investments) (1) — вложения, которые считаются безопасными с точки зрения получения определенного дохода.

Инвестиционная компания (investment company) (13) — компания (как, например, взаимный фонд), объединяющая капиталы многих вкладчиков, ставящих перед собой одинаковые инвестиционные цели, и помещающая средства в разнообразные ценные бумаги.

Инвестиционная компания открытого типа (open-end investment company) (13) — разновидность инвестиционной компании (фонда), в которой инвесторы покупают акции и продают их непосредственно взаимному фонду. Число акций, которые такой фонд может выпустить, неограниченно.

Инвестиционная премия (investment premium) (11) — разница между рыночной ценой опциона (опционной премией) и его подлинной стоимостью; показывает "избыточную стоимость", заключающуюся в котировочной цене опциона "пут" или "колл".

Инвестиционная стоимость (investment value):

(6) — стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками;

(10) — курс, по которому продавалась бы конвертируемая ценная бумага, если бы не обладала качествами конвертируемой и оценивалась бы на основе преобладающих ставок доходности сопоставимых неконвертируемых выпусков ценных бумаг.

Инвестиционные банки (investment banking firm) (2) — институты, которые специализируются на размещении новых выпусков акций.

Инвестиционные бюллетени (investment letters) (3) — рассылаются по подписке и содержат анализ, заключения и рекомендации экспертов по различным аспектам вложений в ценные бумаги.

Инвестиционные компании закрытого типа (closed-end investment companies) (13) — разновидность инвестиционных компаний, которые работают с фиксированным числом выпущенных акций.

Инвестиционные цели (investment goals) (4) — финансовые задачи, которые стремится решить инвестор.

Инвестиционный анализ (investment analysis) (14) — способ анализа недвижимости, который не только учитывает цены, по которым продаются сходные объекты, но также при-

нимает во внимание факторы, лежащие в основе ценообразования, и пытается предсказать такие переменные, как экономическая база, демографические и психографические характеристики потребителя и источники потенциальной конкуренции.

Инвестиционный план (investment plan) (4) — письменный документ, отражающий инвестиционные цели, способы инвестирования, сроки достижения целей, размер приемлемого риска.

Инвестиция (investment) (1) — способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода.

Индекс *AMEX* (AMEX index) (3) — показатель текущего движения курсов акций, котирующихся на Американской фондовой бирже, относительно базовой величины для 31 августа 1973 г., принятой за 100.

Индекс *NYSE* (NYSE index) (3) — показатель текущего движения курсов акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, относительно базовой величины, равной 50 на 31 декабря 1965 г.

Индекс портфеля мелкого инвестора (Small Investor Index) (3) — индекс, показывающий прибыли и убытки среднего инвестора по отношению к базовой величине для 31 декабря 1987 г., принятой за 100. Индекс рассчитывается для портфеля, состоящего из типичных вложений мелкого инвестора.

Индекс уверенности (confidence index) (8) — отношение средней доходности корпоративных облигаций с высоким рейтингом к средней доходности корпоративных облигаций с низким рейтингом; этот индикатор технического анализа основан на теории определения новых рыночных тенденций на рынке облигаций до их появления на рынке акций.

Индекс "Уилшир 5000" (Wilshire 5000 Index) (3) — совокупная стоимость в миллиардах долларов 5000 выпусков акций с самым большим объемом продаж на фондовых рынках, включая все акции, котирующиеся на Нью-Йоркской и Американской биржах, плюс наиболее активные акции во внебиржевом обороте.

Индексы (indexes) (3) — показатели, применяемые для анализа колебаний курсов акций путем измерения текущего курса репрезентативной группы акций по отношению к их базовому значению, рассчитанному на более раннюю дату.

Индексы *NASDAQ* (NASDAQ indexes) (3) — показатели текущего движения курсов ценных бумаг, обращающихся на внебиржевом рынке.

Индексы корпорации "Стэндард энд пур'з" (Standard & Poor's indexes) (3) — индексы, которые измеряют текущие курсы группы акций по сравнению с базовой величиной индекса, равной 10, на период 1941—1943 гг.

Индивидуальные инвесторы (individual investors) (1) — инвесторы, которые распоряжаются собственными средствами.

Индивидуальный пенсионный счет (ИПС) (individual retirement account (IRA)) (4) — самоуправляемая с отложенной уплатой налогов пенсионная программа, в которую занятые получающие доход лица могут вкладывать средства ежегодно в размере до 2000 долл. для одного лица и до 2250 долл. для лица, имеющего неработающего супруга; возможность снижения налогооблагаемого дохода на сумму взноса зависит от участия инвестора в пенсионной программе работодателя и от величины скорректированного валового дохода.

Институциональные инвесторы (institutional investors) (1) — специалисты, работа которых состоит в управлении чужими средствами.

Инструменты, защищающие от налогов (tax shelters):

(1) — формы инвестиций, рассчитанные на извлечение преимуществ из действующего налогового законодательства и обеспечивающие экономию налоговых выплат;

(4) — формы инвестиций, позволяющие использовать допустимые налоговые списания в целях уменьшения дохода, облагаемого налогом; списания представляют собой элементы расходов, которые не ведут к оттоку денежных средств;

(15) — любой финансовый инструмент, который дает законную возможность снизить величину налогооблагаемого дохода.

Инфляция (inflation) (5) — период повышения уровня цен.

Казначейские облигации (Treasury bonds) (9) — долговые ценные бумаги Казначейства США, которые выпускаются со сроком погашения более 10 лет, обычно 25 лет или более.

Казначейские среднесрочные векселя (Treasury notes) (9) — долговые ценные бумаги, выпускаемые Казначейством США, со сроком погашения менее 10 лет.

Капитальный актив (capital asset):

(4) — собственность, которой владеет и которую использует налогоплательщик в личных целях, для удовлетворения различных потребностей или для капиталовложений;

(15) — имущество, которым налогоплательщик владеет в личных целях, используя его для повышения благосостояния и для инвестирования.

Капитальный убыток (capital loss) (4) — сумма, показывающая, насколько выручка от продажи капитального актива меньше первоначальной цены его покупки.

Кассовый счет (cash account) (2) — счет в брокерской фирме, по которому клиент может рассчитываться по проведенным операциям только наличными.

Классифицированные обыкновенные акции (classified common stock) (6) — обыкновенные акции, выпущенные согласно разным категориям, каждая из которых наделяет владельцев различающимися привилегиями.

Клуб инвесторов (investment club) (3) — объединение инвесторов в правовой форме товарищества с установленной организационной структурой, процедурами принятия решений и единой задачей — инвестирование с умеренным уровнем риска для получения стабильных долгосрочных доходов.

"Колл" (call) (1) — опцион на покупку 100 обыкновенных акций по фиксированному курсу до истечения оговоренного срока.

Комиссионные от купли и продажи (round trip commissions) (12) — комиссионное вознаграждение брокеру за обе части сделки (куплю и продажу) с фондовыми ценностями.

Коммерческие бумаги (commercial paper) (4) — краткосрочное необеспеченное долговое обязательство, выпускаемое корпорациями с высокой кредитоспособностью.

Компании закрытого типа (closed-end companies) (2) — инвестиционные компании, которые продают ограниченное количество собственных акций.

Компании открытого типа (open-end companies) (2) — инвестиционные компании, например взаимные фонды, у которых не ограничивается количество собственных акций, выпускаемых в обращение.

Компьютерная периферия (hardware) (3) — механические компоненты компьютерной системы.

Конверсионная премия (conversion premium) (10) — сумма, на которую текущий курс конвертируемой ценной бумаги выше ее конверсионной стоимости.

Конверсионная привилегия (conversion privilege) (10) — особые условия, касающиеся времени и курса погашения, расшифровывающие право инвестора на обмен конвертируемой ценной бумаги.

Конверсионная стоимость (conversion value) (10) — показатель расчетной стоимости, по которой могли бы проводиться операции купли-продажи конвертируемых ценных бумаг, если бы их оценивали по стоимости акций, на которые они обмениваются; равна произведению коэффициента конверсии выпуска и текущего рыночного курса обыкновенных акций данного эмитента.

Конверсионный курс (conversion price) (10) — объявленная стоимость обыкновенной акции, по которой она будет предоставлена инвестору на момент обмена.

Конверсионный период (conversion period) (10) — период, в течение которого конвертируемый выпуск ценных бумаг может быть обменен на обыкновенные акции.

Конверсионный эквивалент (conversion equivalent) (10) — курс, по которому должны продаваться обыкновенные акции, чтобы сложившийся текущий курс конвертируемой ценной бумаги данного эмитента отражал ее действительную стоимость; также называется конверсионным паритетом.

Конвертируемые, или обратимые, ценные бумаги (convertible security):

(1) — ценные бумаги с фиксированным доходом, предоставляющие владельцу возможность обменять их на определенное количество обыкновенных акций;

(10) — ценные бумаги с фиксированным доходом, предоставляющие владельцу право обменять их на определенное количество обыкновенных акций данного эмитента.

Консолидация (или обратное дробление) (reverse stocksplit) (6) — операция, посредством которой компания-эмитент уменьшает количество своих ранее выпущенных в обращение акций, обменивая часть номинала новой акции за каждую ранее выпущенную акцию.

Консультанты по инвестированию (investment advisors) (3) — лица или фирмы, дающие советы по поводу помещения капитала, обычно за вознаграждение.

Концепция эффективного рынка капиталов (efficient markets) (8) — теория, основанная на принципе исчерпывающего отражения курсами ценных бумаг имеющейся информации, обосновывающая вывод о невозможности постоянного "обыгрывания" рыночного механизма в выборе недооцененных ценных бумаг.

Корпорация (corporation) (15) — форма организации, которая налагает на держателей своих акций ограниченную ответственность и создается на неопределенный срок.

Корпорация страхования инвестиций в ценные бумаги (*SIPC*) **(Securities Investor Protection Corporation (SIPC))** (2) — орган федерального правительства, страхующий счет каждого клиента фондовых брокеров на сумму в 500 тыс. долл.

Корпорация "Стэндард энд пур'з" (*S&P*) **(Standard & Poor's Corp. (S&P))**(3) — издатель ряда финансовых сводок и обзоров, в том числе "Корпорейшн рекордс" (обзоры корпораций) и "Сток рипортс" (сводки динамики акций).

Корреляция (correlation) (16) — мера, предназначенная для оценки статистической зависимости между двумя временными рядами, например, доходности некоторого актива и средней рыночной доходности.

Косвенная инвестиция (indirect investment) (1) — вложение средств в портфель, иначе говоря, набор ценных бумаг либо имущественных ценностей.

Котировки (quotations) (3) — информация о курсах различных видов ценных бумаг, включая текущие курсы и статистику динамики курсов за последнее время.

Коэффициент детерминации (R^2) **(coefficient of determination** (R^2)) (16) — показатель объясняющей способности уравнения регрессии. Показывает долю в изменениях зависимой переменной, которая отражает ее связь с независимой переменной.

Коэффициент конверсии (conversion ratio) (10) — количество обыкновенных акций, на которые может быть обменена одна конвертируемая ценная бумага.

Коэффициент корреляции (correlation coefficient) (16) — статистическая мера степени корреляции между двумя рядами показателей. Изменяется от —1 в случае полной отрицательной корреляции до +1 в случае полной положительной корреляции.

Коэффициент "покрытия" постоянных выплат (fixed charge coverage) (10) — показатель качества обеспечения компанией дивидендов на привилегированные акции.

Коэффициент регрессии (фактор) "бета" (beta regression coefficient)(16) — статистическая мера относительной зависимости изменения доходности ценной бумаги или портфеля активов от изменений средней рыночной доходности.

Коэффициенты деловой активности (activity ratios) (7) — финансовые коэффициенты, используемые для оценки эффективности управления активами компании.

Коэффициенты прибыльности (profitability measures) (7) — коэффициенты, измеряющие доходы компании, связывающие ее относительные успехи в виде прибылей с выручкой, активами или собственным капиталом компании.

Коэффициенты финансовой зависимости, или финансового рычага (leverage measures) (7) — коэффициенты, которые позволяют оценить долю заемных средств, используемых компанией для поддержки производственной деятельности, и ее способность обслуживать свои долги.

Краткосрочные инвестиции (short-term investments) (1) — вложения в финансовые инструменты со сроком меньше одного года.

Краткосрочные инструменты (short-term vehicles) (1) — инструменты, позволяющие накапливать средства в пределах одного года.

Кривая доходности (yield curve) (9) — графическое изображение взаимосвязи срока погашения облигации и ее доходности в определенный момент времени.

Кривая рынка ценных бумаг (security market line (SML)) (5) — графическое изображение модели оценки доходности активов; отражает требуемую доходность инвестора для определенного уровня недиверсифицируемого риска, измеренного фактором "бета".

Купон (coupon) (9) — свойство облигации, определяющее величину годового дохода в виде процентов.

Курс исполнения (exercise price):

(11) — обозначенный в варранте курс, по которому может быть приобретена обыкновенная акция;

(11) — договорный курс, установленный покупателем опциона и его андеррайтером; определяющий курс, по которому можно купить ценную бумагу в опционе "колл" или продать ее в опционе "пут";

(11) — курс, по которому будет продаваться новая обыкновенная акция держателям опционов; известен также как подписной курс.

Курс отзыва (call price) (9) — цена, которую эмитент обязан выплатить при досрочном погашении ценной бумаги; она равна номиналу облигации с отзывной премией.

Курс предложения (ask price) (2) — наименьшая цена, по которой дилер готов продать данную ценную бумагу.

Курс спроса (bid price) (2) — наивысшая цена, которую предлагает дилер для покупки данной ценной бумаги.

"Лестница" облигаций (bond ladders) (9) — стратегия инвестирования в облигации, при которой равная сумма денег вкладывается в серию облигаций с возрастающими по ступеням сроками их погашения, например равная сумма вкладывается в векселя и облигации со сроками погашения 3, 6, 9, 12 и 15 лет.

Ликвидационная стоимость (liquidation value) (6) — сумма активов компании, оставшаяся бы в случае реализации или аукционной продажи активов и погашения за счет полученных средств обязательств и выплат по привилегированным акциям.

Ликвидность (liquidity) (4) — возможность быстрого перевода инвестированных средств в наличные деньги без потери или с небольшой потерей стоимости.

Лимитный приказ (limit order):

(2) — приказ, в котором установлен максимальный курс покупки или минимальный курс продажи;

(17) — приказ, определяющий минимальную цену продажи инвестором или максимальную цену, которую он готов уплатить при покупке ценной бумаги.

Личная недвижимость (personal residence) (14) — вид недвижимого имущества, к которому относятся коттеджи на одну семью, кондоминиумы (дома-совладения), кооперативы и городские особняки.

Личное имущество (personal property) (14) — имущество, которое не связано с недвижимым имуществом сколь-нибудь постоянно.

Личное финансовое планирование (personal financial planning) (3) — процесс, организующий личные активы, обязательства и источники дохода в целях достижения личных финансовых целей.

Максимальная ежедневная амплитуда колебаний цен (maximum daily price range) (12) — величина, в пределах которой может изменяться товарная цена в течение дня; обычно равна двойному ежедневному ценовому лимиту.

Маржинальный счет (margin account) (2) — счет у брокера, по которому клиент имеет право на получение кредита от брокера.

"Международный" фонд (international fund) (13) — взаимный фонд, вкладывающий все или почти все средства в иностранные ценные бумаги.

Месяц поставки (delivery month) (12) — время, когда товар должен быть поставлен покупателю контракта; определяет продолжительность фьючерсного контракта.

Метод рыночных сравнений (comparative sales approach) (14) — подход к оценке недвижимости, основанный на использовании цен на аналогичные объекты в качестве основной переменной.

Минимальная гарантированная ставка процента в контракте об аннуитете (minimum guaranteed interest rate) (15)— минимальная ставка по взносам аннуитанта, которую страховая компания гарантирует в течение всего периода накопления. Обычно она бывает значительно ниже текущей ставки процента.

Младшие облигации (junior bonds) (9) — долговые обязательства, основанные только на обещании эмитента выплатить проценты и вернуть основную сумму долга в срок.

Модель оценки доходности активов (*CAPM*) (capital asset pricing model (CAPM)) (5) — модель, которая помогает инвесторам оценивать альтернативы "риск — доходность" при принятии инвестиционного решения; использует фактор "бета" и рыночную доходность для определения требуемой доходности ценных бумаг.

Модель оценки стоимости дивидендов (dividend valuation model) (8) — модель, в которой стоимость акции рассчитывается на базе будущего ожидаемого потока дивидендов.

Муниципальные облигации (municipal bonds) (9) — долговые ценные бумаги, выпускаемые штатами, округами, городами и другими политическими структурами, подобными школьным округам; доходы по ним освобождены от федерального налогообложения.

Наличный рынок (cash market) (12) — рынок, где продукт или товар меняет владельца в обмен на сумму наличными во время завершения сделки.

"Налоговая защита" (tax shelter) (14) — форма инвестиций, при которой разрешается уменьшать размер облагаемого дохода.

Налоговая среда объекта недвижимости (fiscal environment) (14) — сумма налогов на недвижимость и муниципальных сборов, которые должен платить владелец, и объем государственных услуг, на которые он имеет право.

Налоговое планирование (tax planning):

(4) — формулировка стратегий, которые позволяют отложить уплату налогов индивидом и минимизировать их сумму;

(15) — разработка приемов, которые могут исключить из обложения часть дохода, снизить ставку или отсрочить уплату законным способом.

Налоговый кредит (tax credits) (15) — снижение суммы налога, разрешенное агентством по налогам, по принципу "доллар за доллар" при установленных условиях.

Налоговый своп (tax swap):

(4) — замена ценной бумаги, проданной с убытком, аналогичной, но не идентичной ценной бумагой как способ обойти запрет налогового законодательства на фиктивные продажи;

(9) — замена облигации, которая имеет убыток капитала, похожей ценной бумагой, чтобы снизить прирост капитала, полученный по другим ценным бумагам; конечный результат состоит в ликвидации или уменьшении обязательств по налогам с прироста капитала;

(15) — продажа одной ценной бумаги, по которой возник убыток капитала, и покупка взамен другой, аналогичной ценной бумаги, с тем чтобы частично или полностью нейтрализовать прирост капитала, реализованный в другой части портфеля инвестора.

Налогооблагаемые "мьюниз" (taxable munis) (9) — муниципальные ценные бумаги, используемые для финансирования проектов, которые считаются несущественными и процентный доход от которых полностью облагается налогом, установленным федеральным правительством.

Налогооблагаемый доход (taxable income) (15) — доход, с которого взимается налог по существующим ставкам; он равен скорректированному валовому доходу минус скидки и вычеты по определенным статьям.

Национальная рыночная система в рамках *NASDAQ* (*NASDAQ/NMS*) (NASDAQ/National Market System (NASDAQ/NMS)) (2) — список акций, включенных в систему *NASDAQ* и отвечающих ряду требований к финансовым параметрам эмитентов и интенсивности обращения.

Не облагаемый налогом фонд денежного рынка (tax-exempt money fund) (4) — взаимный фонд денежного рынка, ограничивающий свои инвестиции вложениями в краткосрочные муниципальные ценные бумаги, не облагаемые налогом.

Не расположенный к риску (risk-averse) (5)— тип инвестора, который требует более высокой доходности в обмен на более высокий риск.

Недвижимость (real estate) (1) — имущество в виде частных индивидуальных домов, пустующих и неосвоенных земельных участков, а также имущество, привязанное к земле и приносящее доход (склады, многоквартирные дома различных видов).

Недвижимость, приносящая доход (income property) (14) — вид недвижимого имущества, сдаваемого в аренду, например, многоквартирные дома, конторские здания и помещения торговых центров, приносящие своим владельцам рентный доход в той или иной форме.

Недиверсифицируемый риск (nondiversifiable risk):

(5) — риск, связанный с силами, воздействующими на все инвестиционные инструменты, и не являющийся уникальным для конкретного инструмента; также называется систематическим риском;

(16) — риск, свойственный всем инвестиционным инструментам и поэтому он не может быть устранен через диверсификацию.

Незарегистрированные депозитарные свидетельства (*ADRs*) (unsponsored ADR) (2) — депозитарные свидетельства, не отвечающие требованиям контрольных органов федерального правительства и обращающиеся только на внебиржевом рынке.

Немедленный аннуитет (immediate annuity) (15) — рентный контракт, по которому выплаты аннуитанту начинаются с момента покупки контракта.

Необеспеченные облигации (debenture) (9) — младшие облигации, не обеспеченные закладной на активы эмитента.

Необеспеченный счет (undermargined) (2) — состояние счета покупок в кредит, при котором уровень капитала клиента ниже уровня требований поддерживаемого взноса.

"Непокрытая" позиция (short interest) (8) — количество акций, проданных "без покрытия" на данном рынке в конкретный момент; индикатор, выражающий в техническом анализе будущий спрос.

Неполные лоты (odd lots):

(2) — партии акций числом менее 100;

(6) — нестандартные партии ценных бумаг, количество которых меньше 100.

Непрерывное начисление процентов (continuous compounding) (5) — метод вычисления процентов, при котором проценты реинвестируются за самые короткие из возможных промежутки времени; приводит к получению максимальной нормы доходности при данной объявленной ставке процента.

Нереализованный прирост капитала (unrealized gain) (4) — потенциальный и потому не облагаемый налогом прирост капитала, не полученный до момента действительной продажи капитального актива (известен также как "бумажная" прибыль).

Нереализованный прирост капитала, или нереализованные курсовые доходы (unrealized capital gains) (13) — прирост, полученный только "на бумаге", иначе говоря, нереализованный, пока активы фонда не проданы; его называют также "бумажной" прибылью.

Несистематический риск (unsystematic risk) (5) — синоним диверсифицируемого риска.

Нижняя отметка (downtick) (2) — обозначение снизившегося с момента последней сделки курса данной ценной бумаги.

Номинальная стоимость (par value) (6) — объявленная, или нарицательная, стоимость одной акции.

Норма капитализации (capitalization rate) (14) — ставка, применяемая для приведения потока доходов от недвижимости к текущей стоимости; может быть использована для оценки недвижимости в рамках доходного метода.

Облигации (bonds):

(1) — долгосрочные ценные бумаги, приносящие доход в виде процента по определенной заранее ставке плюс сумма номинальной стоимости при наступлении срока погашения;

(9) — долгосрочные долговые ценные бумаги, подтверждающие обязательство эмитента выплачивать фиксированный процент в течение определенного периода и возвратить основную сумму при наступлении срока погашения.

Облигации на предъявителя (bearer bonds) (9) — облигации, держатель которых считается их владельцем; официального реестра владельцев, остающегося у эмитента, не существует.

Облигации, обеспеченные портфелем закладных (*CMO*) (collateralized mortgage obligation (CMO)) (9) — разновидность облигаций с пулом закладных (ипотек), держатели которых подразделяются на классы в зависимости от желаемого для них срока погашения; сумма погашения возвращается в первую очередь держателям краткосрочных классов, затем среднесрочных и в последнюю очередь — долгосрочных классов.

Облигации с залогом недвижимости (mortgage bonds) (9) — облигации с приоритетным правом требования к активам компании, обеспечиваемым ее недвижимым имуществом.

Облигации с комбинированным залогом (first and refunding bonds) (9) — облигации, обеспеченные частично первыми и вторыми или даже третьими закладными.

Облигации с нулевым купоном (zero-coupon bonds) (9) — облигации, по которым не выплачиваются периодические проценты и которые выходят в обращение с большой скидкой по отношению к номиналу; их стоимость с течением времени растет и к моменту срока погашения становится значительно выше эмиссионного курса.

Облигации с финансовым залогом (collateral trust bonds) (9) — старшие облигации, обеспечиваемые ценными бумагами других компаний, принадлежащими эмитенту, но находящимися в доверительном управлении у третьего лица.

Облигации типа "пут", или возвращаемые облигации (put bond) (9) — особый выпуск облигаций, дающий держателю право их досрочного погашения в специально оговоренные сроки.

Облигации федеральных ведомств (Agency bonds) (9) — долговые ценные бумаги, выпускаемые различными учреждениями и организациями правительства США.

Облигация (вексель) с плавающей процентной ставкой (variable-rate note) (9) — облигация особого выпуска, обладающая двумя уникальными чертами: 1) после установленного периода времени (6—18 месяцев) ставка купона начинает свободно "плавать" на уровне, превышающем доходность казначейских краткосрочных либо долгосрочных векселей; 2) эти облигации ежегодно могут быть выкуплены по номиналу по добровольному желанию их держателей.

Облигация с дисконтом (discount bond) (9) — облигация, рыночная стоимость которой ниже номинала; это бывает в том случае, когда рыночные процентные ставки поднимаются выше купонной (объявленной процентной) ставки.

Облигация с крупным дисконтом (deep discount bond) (15) — облигация, которая продается по курсу намного ниже своего номинала.

Облигация с премией (premium bond) (9) — облигация, рыночная стоимость которой выше номинала; это происходит в том случае, когда рыночные процентные ставки падают ниже купонной (объявленной процентной) ставки.

Облигация с пулом закладных (mortgage-backed bond) (9) — долговая ценная бумага, основанная на пуле закладных на недвижимость; выпускается преимущественно федеральными органами.

Обновление портфеля (portfolio revision) (17) — процесс продажи определенных ценных бумаг и замены их другими выпусками.

Объем открытых позиций (open interest) (12) — количество товарных или финансовых фьючерсных контрактов, находящихся в обращении.

Обыкновенные акции (common stock) (1) — долевые инструменты инвестирования; каждая акция дает право на владение частью собственного капитала корпорации.

Обычный доход (ordinary income) (15) — любой доход, полученный за выполненную работу или на вложенный капитал.

Обязательный депозит (margin deposit) (12) — сумма денег, внесенная брокеру для "покрытия" возможной потери в рыночной стоимости фьючерсного контракта, которая может возникнуть из-за неблагоприятного движения цены.

Оговорка о накапливаемом (кумулятивном) дивиденде (cumulative provision) (10) — параметр выпуска привилегированных акций, означающий, что все не выплаченные в срок дивиденды должны быть полностью выплачены до того, как дивиденды будут распределены между владельцами обыкновенных акций компании.

Оговорка о ненакапливаемом характере дивидендов (noncumulative provision) (10) — условие выпуска привилегированных акций, в соответствии с которым эмитент имеет возможность избежать возмещения любых не выплаченных в срок дивидендов.

Оговорка о рефинансировании (refunding provision) (9) — условие, позволяющее досрочно отзывать облигации, запрещающее досрочный выкуп выпуска из обращения за счет поступлений, обеспечиваемых облигациями с низкой купонной ставкой, замещающих данный выпуск и предназначенных для рефинансирования.

Оговорка об отзыве (call feature) (9) — характеристика выпуска, определяющая условия для эмитента, при которых он может досрочно погасить облигации.

Ограниченный счет (restricted account) (2) — счет покупок в кредит, на котором собственный капитал клиента меньше требуемого первоначального взноса, а на отток средств сохраняются ограничения до тех пор, пока уровень первоначальной маржи не будет восстановлен.

Однодневный приказ (day order) (2) — приказ, действующий в течение одного операционного дня и автоматически аннулируемый в конце дня в случае неисполнения.

Опекунский счет (custodial account) (2) — счет для осуществления расчетов по операциям фондового брокера, которые он обязан согласовывать с родителями или опекунами клиента.

Операции с ценными бумагами на основе внутрифирменной информации (insider trading) (1) — незаконное использование с целью совершения прибыльной сделки сведений о компании, не предназначенных для широкой публики.

Описательная информация (descriptive information) (3) — ретроспективные данные об экономической конъюнктуре и состоянии рынка ценных бумаг либо о динамике того или иного финансового инструмента.

Опцион без реальной ценности (out-of-the-money) 11) — опцион "колл" с курсом исполнения выше рыночного курса акции; опцион "пут" с курсом исполнения ниже текущего рыночного курса лежащих в его основе акций.

Опцион "колл" (call) (11) — обращающийся финансовый инструмент, который дает держателю право приобрести лежащие в его основе ценные бумаги по установленному курсу в пределах определенного периода.

Опцион на фондовые индексы (stock index option) (11) — опцион "пут" или "колл", выпущенный на определенный фондовый индекс, например "Стэндард энд пур'з 500".

Опцион "пут" (put) (11) — обращающийся финансовый инструмент, который дает возможность держателю продать лежащую в его основе ценную бумагу по установленному курсу в течение установленного периода.

Опцион с реальной ценностью (in-the-money) (11) — опцион "колл" с курсом исполнения ниже, чем рыночный курс лежащей в его основе ценной бумаги; опцион "пут" с курсом исполнения выше, чем рыночнмй курс лежащей в его основе ценной бумаги.

Опционная премия (option premium) (11) — цена приобретения опциона "пут" или "колл", котируемая на фондовой бирже.

Опционы (options):

(1) — ценные бумаги, дающие инвестору возможность приобрести другие ценные бумаги или иные активы по льготной цене в оговоренное время;

(1) — ценные бумаги, которые дают инвестору право купить или продать другую ценную бумагу по специально оговоренной цене в течение определенного срока;

(11) — вид ценной бумаги, который дает владельцу право купить или продать фиксированное количество соответствующих финансовых активов по определенному курсу в конкретный период.

Опционы "без покрытия" (naked options) (11) — опционы, выпущенные на ценные бумаги, не являющиеся собственностью андеррайтера опциона.

Опционы на фьючерсные контракты (futures options) (12) — опционы, дающие их владельцу право купить или продать один стандартный фьючерсный контракт на установленный период времени при установленном курсе исполнения (курсе "страйк"), получая максимальный "эффект рычага".

Опционы "с покрытием" (covered options) (11) — опционы, выпущенные на акции, являющиеся собственностью андеррайтера опционов (или проданные им "без покрытия").

Ордер, или варрант (warrant) (1) — долгосрочный опцион на покупку одной или более обыкновенных акций по курсу, который на момент выпуска ордеров устанавливается выше рыночного.

Освобождение от налога (exemption) (15) — вычет из налогооблагаемого дохода за каждое лицо, находящееся на иждивении плательщика федерального налога.

Остаточные владельцы (residual owners) (6) — владельцы, или акционеры, компании, которые наделены правом получения дивидендов, дохода и пропорциональной доли прибыли только после того, как компания выполнила все прочие обязательства.

Отзывная премия (call premium) (9) — сумма, добавляемая к номиналу облигации и выплачиваемая инвестору, когда облигация погашается досрочно.

Открытое размещение (public offering) (6) — предложение, сделанное широким слоям инвесторов, о продаже по установленному курсу определенного количества акций, представляющих капитал компании.

Открытый аукцион (open outcry auction) (12) — аукцион при фьючерсной торговле, когда биржевой торг происходит с помощью возгласов, жестов и сигналов руками.

Отложенный аннуитет (deferred annuity) (15) — рентный контракт, по которому выплаты аннуитанту начинаются с определенной даты в будущем.

Относительный показатель "кратное прибыли" (relative P/E multiple) (8) — мера степени соответствия динамики показателя "кратное прибыли" *(P/E)* компании динамике среднего рыночного мультипликатора.

Отраслевой анализ (industry analysis) (7) — изучение классификации отраслей экономики, направленное на оценку конкурентоспособности конкретной отрасли промышленности в сравнении с другими и определение в ее составе компаний, имеющих особые перспективы развития.

Отраслевой опцион (industry option) (11) — опцион "пут" или "колл", оформленный на портфель акций определенного отраслевого сегмента рынка; называется также опционом на часть индекса.

"Отраслевой" фонд (sector fund) (13) — взаимный фонд, ограничивающий свои вложения определенным сегментом фондового рынка.

Отрицательная корреляция (negative correlation) (16) — взаимосвязь двух рядов показателей, изменяющихся в противоположном направлении.

"Отрицательный рычаг" (negative leverage) (14) — ситуация, в которой доходность инвестиций в объект недвижимости ниже, чем затраты на заемный капитал, в силу чего доход инвестора оказывается ниже, чем в случае сделки с полной оплатой наличными.

Отсроченные обыкновенные акции (deferred equity securities) (6) — ценные бумаги, первоначально выпущенные в одной форме (варрантов и конвертируемых ценных бумаг) и позднее погашенные или конвертированные в обыкновенные акции.

Отсроченный акционерный капитал (deferred equity) (10) — совокупность ценных бумаг эмитента, выпущенных в обращение в одной форме, но впоследствии погашенных или обмененных на его обыкновенные акции.

Отсрочка уплаты налога (tax deferral) (15) — стратегия, позволяющая откладывать уплату части налога на более позднее время.

Отчет о движении денежных средств (statement of cash flows) (7) — финансовое резюме о потоках денежных средств компании и других событиях, вызвавших изменения в денежных средствах компании.

Отчет о прибылях и убытках (income statement) (7) — финансовое резюме результатов хозяйственной деятельности компании, охватывающее конкретный период времени, обычно равный одному году.

Отчет об изменениях в акционерном капитале (statement of changes in stock-holder's equity) (7) — обобщение данных о прибыли, инвестированной в бизнес, сумме выплаченных дивидендов и иных изменениях в сумме собственного (акционерного) капитала компании.

Оценка (valuation) (1) — процедура определения предполагаемой стоимости финансового инструмента; оценка включает измерение доходности, риска и цены.

Оценка недвижимости (appraisal) (14) — процесс определения текущей рыночной цены конкретного объекта недвижимости.

Оценка стоимости (valuation) (8) — аналитический процесс определения стоимости ценной бумаги на основе ее рисков и доходности.

Оценка стоимости акций (stock valuation) (8) — процесс определения внутренней стоимости акции на основе ожидаемого риска и предполагаемой доходности.

Падающий рынок (рынок "медведей") (bear markets) (2) — неблагоприятное состояние рынка, связанное с пессимистическими оценками инвесторов, снижением экономической активности и усилением сдерживающих мер в государственном регулировании.

Партнерства закрытого типа по управлению недвижимостью (*RELPs*) (real estate limited partnership) (RELP)) (14) — объединение инвесторов, вкладывающее средства в различные виды недвижимости и осуществляющее профессиональное управление инвестициями, которое возлагается на генерального партнера, ответственность которого не ограничена, а все остальные партнеры (пассивные) имеют ограниченную ответственность в пределах их инвестиционных паев.

Партнерство с ограниченной ответственностью (*LP*) (limited partnership (LP)) (15) — финансовый инструмент, в который инвестор может вложить свои деньги в пассивной форме, принимая на себя ограниченную ответственность за итоги деятельности партнерства, поместить капитал под активное профессиональное управление и показывать полученную прибыль или убытки (в определенных пределах) в своей налоговой декларации.

Пассивная деятельность (passive activity) (15) — вложение капитала, при котором инвестор не принимает физического участия в управлении фирмой или в ее деятельности.

Первичный рынок (primary market) (2) — механизм, обеспечивающий выход в обращение новых выпусков ценных бумаг.

Первоначальный взнос, или маржа (initial margin) (2) — минимальная сумма собственного капитала, которую должен обеспечить инвестор в момент покупки ценных бумаг в кредит.

Первоначальный депозит (initial deposit) (12) — сумма капитала инвестора, которая должна быть внесена брокеру во время заключения фьючерсной сделки.

Переоценка позиции в соответствии с текущими рыночными ценами (mark-to-the-market) (12) — ежедневный контроль гарантийного взноса инвестора; приращение или потеря стоимости контракта определяется в конце каждой торговой сессии, когда брокер по необходимости дебетует или кредитует счет гарантийного взноса клиента.

"Перестраховка" (whipsawing) (17) — ситуация, когда акция временно падает в цене, а затем возвращается к прежней отметке; такая ситуация является основным риском при использовании "стоп"-приказов.

Период владения активом (holding period) (5) — соответствующий период, на протяжении которого инвестор хочет измерить доход от любого инструмента инвестирования.

Период накопления (accumulation period) (15) — согласно контракту об аннуитете промежуток времени между моментом, когда платежи аннуитанта начинают поступать в страховую компанию, и моментом, когда компания начинает выплаты аннуитанту.

Период распределения (distribution period) (15) — согласно контракту об аннуитете промежуток времени, в течение которого осуществляются выплаты аннуитанту.

Персональный компьютер (personal computer (PC)) (1) — сравнительно недорогая, но мощная вычислительная машина для домашнего пользования.

"Плавающий" аннуитет (variable annuity) (15) — контракт, по которому ежемесячные выплаты корректируются в соответствии с результатами инвестиций (а иногда и в связи с данными о смертности) страховщика.

План 401(*k*) (401(k) plan) (4) — пенсионная программа, которая позволяет работникам отвлекать долю жалованья на частично финансируемый компанией сберегательный счет, средства которого не облагаются налогом до выхода на пенсию.

План Кеога (Keogh plan) (4) — пенсионная программа, которая позволяет занятым собственным бизнесом лицам создавать пенсионные планы с отложенной уплатой налогов для себя и своих работников.

План переменного соотношения (variable ratio plan) (17) — формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, в рамках которого отношение стоимости спекулятивной части портфеля к его общему объему изменяется в зависимости от динамики курсов спекулятивных ценных бумаг; когда это соотношение увеличивается или снижается до установленных пределов, сумма, выделенная для спекулятивной части портфеля, соответствующим образом снижается или увеличивается.

План постоянного соотношения (constant ratio plan) (17) — формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, согласно которому устанавливается целевое фиксированное отношение стоимости спекулятивной части портфеля к консервативной; когда фактическое соотношение отличается от желаемого на заданную величину, осуществляются операции для приведения его в соответствие с желаемой величиной.

План постоянной суммы (constant dollar plan) (17) — формульный план для формирования временного графика инвестиционных операций, согласно которому инвестор устанавливает целевое значение стоимости спекулятивной части портфеля и перераспределяет фонды либо в пользу консервативной части, либо за ее счет исходя из требования поддержания целевого уровня стоимости.

Планы на базе формул (formula plans) (17) — механические методы управления портфелем, заключающиеся в использовании изменений курсов ценных бумаг, которые носят циклический характер.

Плата за управление (management fee) (13) — вознаграждение, которое уплачивается фонду ежегодно за предоставление профессиональных услуг; взимается независимо от доходности портфеля.

Плата по формуле "12(*b*)—1" (12(b)—1 fee) (13) — плата, взимаемая некоторыми взаимными фондами для покрытия управленческих и других текущих издержек. Она составляет $1^1/_4$% годовых от средней величины чистой стоимости активов.

Поддерживаемый взнос (maintenance margin) (2) — минимальный уровень собственного капитала, который клиент должен всегда поддерживать на счете покупок в кредит.

Поддерживаемый взнос (maintenance deposit) (12) — минимальная сумма средств инвестора, которая должна храниться на счете гарантийного взноса в течение времени действия контракта.

Пожизненное страхование (whole life insurance) (4) — форма страхования жизни, обеспечивающая страховое "покрытие" в течение всей жизни застрахованного и предоставляющая возможность накопления сбережений.

Показатели ликвидности (liquidity measures) (7) — финансовые коэффициенты, отражающие способность компании оплачивать свои ежедневные затраты и выполнять краткосрочные обязательства в полном объеме и в срок.

Покупательная способность (purchasing power) (5)— количество какого-либо товара, которое можно купить на данную сумму денег, например на 1 долл.

Полис страхования жизни с единовременным взносом (*SPLI*) (single-premium life insurance policy (SPLI)) (15) — страховой финансовый инструмент, держатель которого сразу платит крупную сумму за покупку пожизненной страховки, по которой полагается выплата определенной суммы в случае, если будет установлен факт смерти владельца, а по накопленному вкладу выплачивается достаточно высокие проценты, причем спустя некоторое время он освобождается от налога.

Политика постоянной доли в прибыли (fixed payout ratio) (6) — разновидность дивидендной политики, при которой владельцам акций выплачивается фиксированный процент с каждого доллара прибыли в форме дивиденда наличными.

Полная доходность (yield) (5) — фактическая ставка доходности долгосрочного инвестиционного инструмента, рассчитанная с учетом стоимости денег во времени и называемая также внутренней ставкой окупаемости.

Полное партнерство (general partnership) (15) — совместное предприятие, в котором все партнеры имеют управленческие права и несут неограниченную ответственность по любым долгам и обязательствам этого партнерства.

Полные лоты (round lots):

(2) — партии в 100 акций или числом, кратным 100;

(6) — стандартные партии ценных бумаг, равные 100 единицам или числу, кратному ста.

"Полный" партнер (general partner) (15) — партнер, активно ведущий дела партнерства, несущий неограниченную ответственность и принимающий все решения в партнерстве.

Положительная корреляция (positive correlation) (16) — взаимосвязь двух рядов показателей, изменяющихся в одинаковом направлении.

"Положительный рычаг" (positive leverage) (14) — ситуация, в которой доходность инвестиций в объект недвижимости превышает затраты на заемный капитал, в силу чего доход инвестора оказывается существенно выше, чем в случае сделки с полной оплатой наличными.

Пороговый приказ, или "стоп"-приказ (stop-loss order) (2) — приказ продавать в случае падения курса до определенного уровня или ниже отметки "стоп".

Портфель (portfolio):

(1) — набор финансовых инструментов, которые выбираются в расчете на достижение одной или нескольких целей;

(16) — набор инвестиционных инструментов для достижения общей цели.

Портфель, ориентированный на доход (income-oriented portfolio) (16) — портфель, который составляется в расчете на текущие дивиденды и проценты.

Портфель, ориентированный на рост (growth-oriented portfolio) (16) — портфель, который строится с расчетом на долгосрочное повышение стоимости входящих в него инструментов.

Поставщик опциона (мэйкер) (option maker) (11) — лицо или институт, которые составляют и выписывают опционы "пут" и "колл"; их также называют андеррайтерами опционов.

Постатейные вычеты (itemized deductions) (15) — личные бытовые расходы налогоплательщика и его семьи, включая проценты, выплачиваемые по закладной на дом. Эти расходы могут быть вычтены из скорректированного валового дохода.

Построение графиков (charting) (8) — метод отражения изменений курсов акций и другой информации о рынке ценных бумаг, которая используется при принятии инвестиционных решений.

"Построение пирамиды" (pyramiding) (2) — техника использования "бумажной", или нереализованной, прибыли для полного или частичного финансирования дополнительной покупки ценных бумаг.

"Права" (right):

(1) — краткосрочный опцион на покупку определенной доли нового выпуска обыкновенных акций данного эмитента по курсу ниже текущего рыночного;

(11) — опцион на право покупки доли нового выпуска обыкновенных акций по установленному курсу в течение определенного (довольно короткого) периода.

Правило пригодности (suitability rule) (15) — правило, в соответствии с которым те инвесторы, которые не в состоянии идти на высокий риск, должны воздерживаться от приобретения доли в партнерствах с ограниченной ответственностью.

Право на конверсию (conversion privilege) (13) — разрешение, которое взаимный фонд дает своим вкладчикам на перевод денег из одного фонда в другой в пределах одного и того же семейства фондов; иногда его называют правом на обмен.

Правовая среда объекта недвижимости (legal environment) (14) — ограничения, налагаемые на использование соседних объектов.

"Прайм-рейт" (prime rate) (2) — самая низкая процентная ставка, устанавливаемая для наиболее надежных заемщиков.

Предельная ставка налога (marginal tax rate) (15) — ставка, по которой облагается дополнительный доход.

Предложение прав на акции (rights offering) (6) — способ размещения нового выпуска обыкновенных акций акционерам компании, которым предоставляется возможность купить новые акции пропорционально их доле в собственности компании.

Предметы коллекционирования (collectibles) (12) — вещи, имеющие ценность благодаря своей привлекательности для коллекционеров из-за относительной редкости или исторической значимости.

Преимущественное право (preemptive right) (11) — право существующих держателей акций сохранить свою долю в собственности фирмы.

Премия на варрант (warrant premium) (11) — разность между истинной стоимостью варранта и его рыночным курсом.

Преференциальные привилегированные акции (preference preferreds) (10) — тип привилегированных акций, отличающийся первоочередным характером требований на получение дивидендов и к активам компании; эти акции часто называются первоочередными или старшими привилегированными акциями.

Прибыль на акцию (*EPS*) (earnings per share (EPS)) (6) — сумма годовой прибыли компании, имеющаяся в распоряжении владельцев обыкновенных акций и рассчитанная на одну акцию.

Приведенная стоимость (present value) (5) — текущая стоимость будущей суммы денег, т.е. оборотная сторона будущей стоимости.

Привилегированные акции (preferred stock):

(1) — ценные бумаги, дающие право собственности на долю капитала фирмы и приносящие твердый доход в виде дивидендов, которые выплачиваются прежде, чем дивиденды по обыкновенным акциям;

(10) — акции, которые имеют первоочередное требование к прибыли и активам компании по сравнению с обыкновенными акциями этого же эмитента.

Привилегированные акции с плавающей ставкой дивидендов (adjustable rate preferreds) (10) — привилегированные акции, по которым ставки дивидендов корректируются периодически в соответствии с доходностью казначейских ценных бумаг.

Привилегированные акции с участием (participating provision) (10) — свойство некоторых выпусков привилегированных акций, позволяющее их владельцам получать дополнительные дивиденды, когда дивидендные выплаты по обыкновенным акциям превосходят некоторый заранее установленный уровень.

Приказ "до отмены" (good-'till-cancelled (GTC) order) (2) — приказ, который остается в силе продолжительное время, если только он не будет отменен или дан заново.

Приказ типа *GTC* ("открытый приказ") (good-'til-canceled (GTC)) (17) — приказ на покупку ценных бумаг, который, не будучи реализован, отменен или пересмотрен, остается в действии в течение шести месяцев.

Принадлежащие по праву пособия (defined contribution plan) (4) — пособия, накопленные по пенсионной программе работодателя, ставшие неотъемлемым правом работника.

Принимающий риск (risk-taking) (5) — тип инвестора, который согласен на более низкую доходность в обмен на более высокий риск.

Принцип замещения (principle of substitution) (14) — состоит в том, что люди покупают или арендуют недвижимое имущество не как таковое, а видят в нем некое сочетание выгод и затрат.

Прирост капитала (capital gain):

(4) — сумма, показывающая, насколько выручка от продажи капитального актива превосходит первоначальную цену его покупки;

(15) — превышение цены продажи актива над ценой покупки (базой). В настоящее время облагается налогом как обычный доход.

Проблемная инвестиция (problem investment) (17) — вложение, которое не оправдало ожиданий.

Пробный проспект ("красная рыба") (red herring) (2) — предварительное письменное объявление данных о новом выпуске для предполагаемых инвесторов, которое распространяется после того, как проспект подан на регистрацию, но еще не принят.

Программа автоматического реинвестирования (automatic reinvestment plan) (13) — услуга взаимного фонда, которая дает возможность вкладчикам автоматически покупать дополнительные акции фонда путем реинвестирования дивидендов и/или курсовых доходов.

Программа, не предусматривающая взносов (noncontributory plan) (4) — пенсионная программа, целиком финансируемая работодателем.

Программа, предусматривающая взносы (contributory plan) (4) — пенсионная программа, частично финансируемая работником, чьи периодические взносы составляют 3—10% его заработной платы.

Программа регулярного снятия денег со счета (systematic withdrawal plan) (13) — услуга взаимного фонда, которая дает вкладчикам право автоматически получать предварительно оговоренную сумму раз в месяц или раз в квартал.

Программа с установленным пособием (vested (benefits) (4) — пенсионная программа, в которой размер пособия находится в функциональной зависимости от уровня заработков и продолжительности службы.

Программа с установленными взносами (defined benefit plan) (4) — пенсионная программа, в которой точно определены вклад работодателя и взнос работника, но не установлен размер пенсионного пособия.

Программная торговля (program trading):

(3) — применение компьютера для отслеживания курсов и объемов продаж акций и просчитывания вариантов тактики операций игр для формирования либо изменения портфеля;

(8) — использование компьютерных программ для принятия крупных инвестиционных решений; участниками такой торговли являются крупные финансовые институты и брокерские компании, которые отслеживают спред курсов фьючерсных контрактов и действительных курсов акций и проводят операции на основе этих данных; такая практика приводит к значительным колебаниям курсов акций;

(12) — вид торговой стратегии, осуществляемой брокерскими фирмами и институциональными инвесторами на основе компьютерных программ, для одновременной покупки и продажи больших количеств фьючерсных контрактов на акции и фондовые индексы;

(17) — использование компьютеров для процедур отслеживания курсов ценных бумаг на основе определенных правил принятия решений, которые инициируют покупку или продажу ценных бумаг.

"Программы дохода", или "сниматели сливок" (income programs) (15) — партнерства с ограниченной ответственностью, которые покупают промышленные скважины в районах с хорошо разведанными запасами нефти и газа.

"Программы разведки" (exploratory programs) (15) — партнерства с ограниченной ответственностью, которые создаются для разведки бурением скважин в районах, где пред-

полагается наличие нефти и газа, но месторождения еще не открыты; известны как "дикие кошки".

"Программы разработки" (developmental programs) (15) — партнерства с ограниченной ответственностью, которые финансируют бурение промышленных скважин в районах с разведанными запасами нефти и газа.

Программы реинвестирования дивидендов (dividend reinvestment plans (DRPs)) (6) — программы, согласно которым дивиденды наличными автоматически инвестируются в приобретение дополнительных обыкновенных акций данной компании.

Продажа "без покрытия" (short selling) (2) — продажа ценных бумаг, взятых в долг, с расчетом продавца на их последующую покупку по более низкому курсу для возвращения кредитору.

Продажа "без покрытия" "против сейфа" (shorting-against-the-box):

(2) — тактический прием, применяемый для защиты полученной в "длинной" покупке прибыли путем комбинации сделок "длинной" покупки с продажей "без покрытия";

(15) — прием, направленный на то, чтобы зафиксировать прибыль на ценные бумаги и отложить уплату налога на эту прибыль до следующего налогового года путем продажи "без покрытия" определенного числа акций, равного числу акций, которыми владеете.

Продажа опциона "колл" на ваши акции (deep-in-the-money call option) (15) — прием отсрочки уплаты налога, который состоит в продаже опциона "колл" на акции, которыми вы в данный момент владеете, и фиксации курса на уровне суммы, полученной от данной сделки, без возможности использовать потенциальный рост курса в будущем.

Производные ценные бумаги (derivative securities) (11) — такие ценные бумаги, как опционы "пут" и "колл" и другие опционы, чья стоимость является производной от динамики курсов лежащих в их основе финансовых активов.

Пролонгированные облигации (векселя) (extendable notes) (9) — особые выпуски облигаций со сроком погашения 1—5 лет, которые могут быть погашены либо возобновлены на тот же период, но с новой ставкой процента.

"Пропуск на выход" (back-end load) (13) — разовый комиссионный сбор, уплачиваемый держателем акций взаимного фонда при продаже акций фонду.

Проспект (prospectus):

(13) — документ, с той или иной степенью детализации показывающий финансовую ситуацию и состояние управления компанией, акции которой выпускаются для публичного размещения;

(15) — документ публичного партнерства, в котором приводится информация о финансовом состоянии и управлении, а также об издержках заключения предлагаемых сделок и их правовом обеспечении.

Проспект эмиссии (prospectus):

(2) — обобщенные данные о ценной бумаге, необходимые для официальной регистрации ее выпуска регулирующим органом;

(3)— документ, содержащий подробную информацию о новом выпуске ценных бумаг, эмитенте, его менеджменте и финансовом состоянии.

Простой аннуитет (straight annuity) (15) — контракт об аннуитете, дающий право аннуитанту на получение пожизненной ренты.

Простые проценты (simple interest) (5) — проценты, начисляемые на фактическую сумму за фактический период нахождения ее на депозите.

Противоречие риска и доходности (risk-return tradeoff) (16) — обратно пропорциональное соотношение риска, связанного с данными инвестициями, и их ожидаемой доходности.

Процентные опционы (interest rate options) (11) — опционы "пут" и "колл" на ценные бумаги с фиксированным доходом (долговые).

Процентные фьючерсы (interest rate futures) (12) — фьючерсные контракты, основанные на долговых ценных бумагах, механизм торговли ими подобен механизму торговли товарными фьючерсами.

Процентный риск (interest rate risk) (5) — степень неопределенности в уровне курсов ценных бумаг, вызванная изменением рыночных процентных ставок; с ростом процентных ставок курсы ценных бумаг, особенно с фиксированным доходом, снижаются, и наоборот.

Прямая инвестиция (direct investment) (1) — вложение капитала, при котором инвестор напрямую приобретает требование к активам в виде фондовых или имущественных ценностей.

Психографические характеристики (psychographics) (14) — сведения, дающие представление об умонастроениях людей: личностных свойствах, стиле жизни, самооценках; влияют на спрос на недвижимость.

Публичное партнерство (public partnership) (15) — партнерство с ограниченной ответственностью, зарегистрированное в регулирующем федеральном ведомстве и/или ведомстве штата. В его составе обычно бывает 35 и более вкладчиков.

"Пут" (put) (1) — опцион на продажу 100 обыкновенных акций по фиксированному курсу до истечения установленного срока.

Размещение активов (asset allocation) (16) — схема, подразумевающая разделение портфеля между различными категориями активов с целью сохранения капитала при негативных изменениях ситуации и получения преимуществ при позитивных.

Распределение курсовых доходов (capital gains distributions) (13) — выплата вкладчикам взаимного фонда доли в курсовых доходах (приросте капитала), которые фонд получает при продаже ценных бумаг из своего портфеля.

Растущий рынок (рынок "быков") (bull markets) (2) — благоприятное состояние фондового рынка, связанное с оптимизмом инвесторов, восстановлением экономической активности и стимулированием экономики со стороны правительства.

Расчет приблизительной доходности (approximate yield) (14) — процедура оценки пригодности объекта недвижимости как инвестиционного инструмента путем определения нормы полной доходности инвестиций за ряд лет с учетом реинвестирования всех поступаемых доходов.

Расчетная цена (settle price) (12) — цена на момент закрытия биржи (последняя цена дня) для товарных и финансовых фьючерсов.

"Расщепленные" облигации (stripped Treasuries) (9) — облигации с нулевым купоном, продаваемые Казначейством США; они образуются путем отделения купона от суммы погашения облигации и их раздельной продажи.

"Расщепленный" рейтинг (split ratings) (9) — разные рейтинги, присваиваемые одной ценной бумаге двумя основными агентствами.

Реализованная доходность (realized yield) (9) — норма прибыли, полученная инвестором за период времени, меньший, чем срок действия выпуска.

Реализованный доход (realized return) (5) — доход, получаемый инвестором в течение определенного периода.

Реализованный прирост капитала (realized gain) (4) — полученный в результате продажи капитального актива прирост капитала.

Реальное личное имущество (tangible personal property) (1) — золото, антиквариат, произведения искусства и другие коллекционные предметы.

Реальные активы (real property) (1) — земля, постройки и все, что постоянно "привязано" к земле.

Реальные активы (tangibles) (1) — любые вещественные активы, кроме недвижимости.

Реверсия (reversion) (17) — чистые поступления после уплаты налогов, полученные при реализации собственности; вычисляется посредством вычитания из цены продажи всех сопряженных со сделкой издержек, выплат основной суммы долга по закладной и налогов.

Рейтинг облигаций (bond ratings) (9) — градация, указывающая на качество объекта инвестирования, обозначаемая буквами и присваиваемая облигациям определенного выпуска на основе тщательного финансового анализа.

Рента (аннуитет) с разовой оплатой (single-premium annuity) (15) — контракт, который покупается путем внесения однократного платежа.

Риск (risk) (5) — вероятность отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого; чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот.

Риск в страховании (risk) (4) — неопределенность получения убытков.

Риск ликвидности (liquidity risk) (5) — риск, связанный с невозможностью продать за наличные деньги инвестиционный инструмент в подходящий момент и по приемлемой цене.

Рынки ценных бумаг (securities markets) (2) — механизм, позволяющий заключать сделки между поставщиками и потребителями денежных средств; они играют ключевую роль в купле-продаже финансовых инструментов.

Рынок капиталов (capital market):

(1) — долгосрочный финансовый рынок, на котором преобладают различные формы сделок с ценными бумагами;

(2) — механизм купли-продажи долгосрочных ценных бумаг, таких, например, как акции и облигации.

Рыночная доходность (market return) (5) — средняя доходность всех или большой выборки акций, аналогичной значению составного фондового индекса "Стэндард энд пур's 500".

Рыночная стоимость (market value) (6) — доминирующий на рынке курс ценной бумаги.

Рыночная стоимость недвижимости (market value) (14) — преобладающая на рынке цена данного объекта недвижимости, показывающая, какую оценку дает ему рынок в целом.

Рыночная цена (market price) (1) — цена, уравновешивающая интересы продавцов и покупателей.

Рыночный приказ (market order):

(2) — приказ покупать или продавать по наиболее выгодному курсу на момент распоряжения клиента о сделке;

(17) — приказ купить или продать ценные бумаги по наилучшей из возможных цен.

Рыночный риск (market risk) (5) — риск изменений доходов от инвестиций, возникающий в результате факторов, независимых от данной ценной бумаги или имущественного вложения, например политических, экономических и общественных событий или изменений вкусов и предпочтений инвесторов.

"С правами" (rights-on) (11) — период, в течение которого обыкновенная акция фирмы продается с приложенным к ней "правом".

"Сбалансированный" фонд (balanced fund) (13)— взаимный фонд, целью которого является получение устойчивой доходности, основанной как на текущем доходе, так и на долговременном приросте курсовой стоимости активов.

Сберегательная программа (savings plan) (13) — услуга, предоставляемая взаимным фондом, в соответствии с которой вкладчик соглашается (формально или неформально) регулярно вносить определенные суммы на свой счет во взаимном фонде.

Сберегательные облигации серии *EE* (Series EE savings bonds) (4) — сберегательные облигации Казначейства США, размещаемые через банки и программы оплаты труда персонала, имеющие различный номинал и эмиссионный курс в 50% номинальной стоимости, со ставкой процента, зависящей от продолжительности фактического владения ими.

Сберегательный счет с расчетной книжкой (passbook savings account) (4) — инструмент помещения сбережений, предлагаемый банками и другими сберегательными институтами, по которым обычно выплачивается невысокий процент, не устанавливается минимальный остаток и существуют незначительные ограничения на изъятия средств или таковые отсутствуют.

Свободный, или дискреционный, счет (discretionary account) (2) — счет, дающий брокеру право действовать по собственному усмотрению при продаже или покупке ценных бумаг от имени клиента.

Сводный индикатор "Вэлью Лайн" (Value Line composite average) (3) — средняя курсов акций, публикуемая агентством "Вэлью Лайн", отражающая относительные изменения, выраженные в процентах, курсовой стоимости примерно 1700 выпусков акций, обращающихся на Нью-Йоркской и Американской биржах и на внебиржевом рынке, относительно базовой величины на 30 июня 1961 г., принятой за 100.

Свойство конвертируемости (conversion feature) (10) — качество привилегированных акций, позволяющее держателю обменивать их на определенное количество обыкновенных акций данного эмитента; чаще всего данное свойство встречается в выпусках облигаций корпорации.

Своп с замещением для повышения доходности (yield pickup swap) (9) — замена облигации с низкой купонной ставкой сравнимой облигацией с более высокой купонной ставкой в целях обеспечения повышения текущей доходности и доходности к погашению.

Своп с облигациями (bond swap) (9) — инвестиционная стратегия, в которой инвестор продает часть портфеля облигаций и одновременно взамен покупает другой выпуск.

Секьюритизация (securitization) (9) — рыночный механизм, с помощью которого различные банковские активы трансформируются в ликвидные ценные бумаги, аналогичные облигациям с пулом закладных.

Семейство фондов (fund families) (13)— группа различных фондов, предлагаемых одной и той же управляющей инвестиционной компанией.

Серийные облигации (serial bond) (9) — облигации с серией разных сроков погашения.

Сертификаты под закупку оборудования (equipment trust certificates) (9) — старшие облигации, обеспечиваемые закладной на специфические виды оборудования; они пользуются популярностью у железнодорожных, авиационных и других транспортных компаний.

Синдикат (syndicate) (15) — совместное предприятие (полное партнерство, корпорация или партнерство с ограниченной ответственностью), в которое инвесторы помещают свои средства для дальнейшего инвестирования.

"Синдикат одного объекта" (single-property syndicate):

(14) — разновидность риэлторского партнерства закрытого типа, учреждаемое с целью сбора денег для покупки определенного вида недвижимости (одного или нескольких объектов);

(15) — разновидность риэлторского партнерства с ограниченной ответственностью, которое учреждается с целью сбора денег для покупки конкретной недвижимости.

Синдикат "слепой пул" (blind pool syndicate) (15) — разновидность риэлторского партнерства с ограниченной ответственностью, которое создается учредителем для того, чтобы собрать деньги и вложить их по его усмотрению.

Система автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (*NASDAQ*) (National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) System) (2) — система компьютеризованной информации о внебиржевых котировках определенных, наиболее активно обращающихся ценных бумаг, передающая текущие курсы спроса и предложения.

Систематический риск (systematic risk) (5)— синоним недиверсифицируемого риска.

Скорректированная с учетом риска и рыночных показателей норма доходности (*RAR*) (risk-adjusted, market-adjusted rate of return (RAR)) (17) — доходность ценной бумаги или портфеля, после того как были устранены эффекты уровня риска и общерыночных флуктуаций.

Скорректированный валовой доход (adjusted gross income) (15) — валовой доход минус все разрешенные при налогообложении вычеты.

"Слепой пул" (blind pool syndicate) (14) — разновидность риэлторского партнерства закрытого типа, не объявляющего заранее объект своих инвестиций и осуществляющего их по усмотрению организатора партнерства.

Сложные проценты (compound interest) (5) — проценты, начисляемые не только на первоначальную сумму вклада, но также и на всю сумму процентов, накопленную за определенный период.

Случайная диверсификация (random diversification) (1) — выбор финансовых инструментов вне связи с поставленной инвестиционной целью.

Случайный риск (event risk) (5) — риск, проистекающий из события, большей частью или целиком неожиданного, которое имеет значительное и обычно немедленное воздействие на стоимость соответствующих инвестиций.

Смешанный поток (mixed stream) (5) — доходы, характер движения которых в противоположность аннуитету не является систематическим.

Собственный акционерный капитал (equity capital) (6) — свидетельство позиции собственников в компании, выраженное в форме обыкновенных акций.

Совместная диверсификация (pooled diversification) (13) — прием, применяемый для распределения риска владения ценными бумагами, когда инвесторы покупают доли объединенного диверсифицированного портфеля ценных бумаг. Такой портфель создается в общих интересах индивидуальных вкладчиков.

Совокупный доход (total return) (5) — сумма текущего дохода и прироста капитала (или убытков), полученных от инвестирования за определенный период.

Совокупный риск (total risk) (16) — сумма диверсифицируемого и недиверсифицируемого компонентов риска инвестиционного инструмента.

Современная портфельная теория (modern portfolio theory) (16) — подход к формированию портфельной стратегии с использованием различных статистических методов.

Социально-экономическая среда объекта недвижимости (socioeconomic environment) (14) — демографические характеристики и стиль жизни тех, кто живет либо работает неподалеку от данного объекта.

Социальное обеспечение (social security) (4) — программа доходов федерального правительства для лиц, ушедших на пенсию или нетрудоспособных, вклад в которую индивиды вносят на протяжении всего времени работы; размеры пособий и условия их выплаты устанавливаются законом.

Спекулятивная недвижимость (speculative property) (14) — вид недвижимого имущества с самой неопределенной перспективой в смысле доходности. К этому виду обычно относятся земельные участки и постройки специального назначения, например церковные здания и бензозаправочные станции.

Спекулятивные инвестиционные инструменты (speculative investment vehicles) (1) — финансовые инструменты, связанные с высоким уровнем риска.

Спекуляция (speculation)(1) — операции покупки и продажи финансовых инструментов, стоимость и доходность которых в будущем являются величинами неопределенными.

Специалист по финансовому планированию (financial planner) (3) — профессиональный консультант, работающий с клиентом над составлением финансового плана или разработкой финансовой стратегии.

"Специалисты" (specialists) (2) — члены фондовой биржи, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами конкретных эмитентов, а также ведущие сделки в неполных лотах для остальных членов биржи.

Спред доходности ценных бумаг (yield spreads) (9) — разница в доходности процентных ставок, существующая в различных секторах рынка.

Спред с опционами (options spreading) (11) — объединение двух или более опционов с различными курсами исполнения и/или датами истечения срока в одной операции.

Спрос на недвижимость (demand) (14) — готовность и возможность со стороны людей покупать и арендовать конкретные объекты.

Средние индикаторы (averages) (3) — показатели, применяемые для анализа колебаний курсов акций путем определения средней арифметической курсов репрезентативной группы акций на определенную дату.

Средние индикаторы курсов облигаций Доу Джонса (Dow Jones bond averages) (3) — средние значения курсов облигаций на конец биржевого дня, рассчитываемые по группам компаний электроэнергетики и коммунального хозяйства, промышленности и по сводной группе компаний.

Средняя Доу Джонса для промышленных акций (*DJIA*) (Dow Jones Industrial Average (DJIA)) (3) — средняя курсов 30 акций высококлассных промышленных компаний, отобранных по критериям рыночной стоимости и степени распространения среди широкого круга владельцев, в силу чего они считаются репрезентативными для общей динамики рынка ценных бумаг.

Средняя ставка налога (average tax rate) (15) — доля налога, подлежащего уплате, в облагаемом доходе, отличающаяся от предельной ставки.

Срок погашения (maturuty date) (9) — дата окончания срока действия облигации, когда подлежит возврату основная сумма долга.

Срочные облигации (term bond) (9) — облигации с единым для всех достаточно протяженным сроком действия до момента погашения.

Ставка дисконта (discount rate) (5) — ежегодная ставка доходности, которая могла бы быть получена в настоящий момент от аналогичных инвестиций; используется для определения приведенной стоимости; называется также альтернативными издержками.

Стандартные опционы (conventional options) (11) — опционы "пут" и "колл", продающиеся на внебиржевом рынке.

Стандартный вычет (standard deduction) (15) — сумма, корректируемая на темп инфляции и приравненная к примерной стоимости жизни. Эту сумму налогоплательщики могут вычесть из скорректированного валового дохода, если они не хотят делать постатейные детализированные вычеты.

Старшие облигации (senior bonds) (9) — облигации с приоритетным правом требований к активам компании, обеспеченные юридически закрепленным правом на специфическую часть имущества эмитента.

Стоимость в наличных деньгах (cash value) (4) — сумма денег, накапливаемая страховщиком для выплаты пособия в связи со смертью страхователя.

Стоимость денег во времени (time value of money) (5) — принцип, согласно которому до тех пор, пока существуют альтернативные возможности получения дохода, стоимость денег зависит от того момента времени, когда ожидается их получение.

Стоимость чистых активов (net asset value (NAV)) (13) — расчетная стоимость каждой акции взаимного фонда, представляющая чистую рыночную стоимость тех ценных бумаг, которые находятся в портфеле взаимного фонда.

"Стоп"-приказ (stop-loss order) (17) — вид приказа отложенного действия, который предписывает брокеру продать ценную бумагу по оптимальной из возможных цен, только если торговля ею ведется по заданной цене или ниже.

Стратегические металлы (strategic metals) (12) — металлы, не добываемые в США, такие, как кобальт, хром и магний, жизненно важные для производства большинства американских товаров.

Страхование (insurance) (4) — механизм, позволяющий уменьшить финансовый риск путем распределения потерь, связанных с возможностью возникновения непредвиденных обстоятельств.

Страхование жизни (life insurance) (4) — механизм, который обеспечивает финансовую защиту семьи в случае преждевременной смерти кормильца или другого члена семьи.

Страхование жизни на определенный срок (term life insurance) (4) — форма страхования жизни, когда страховщик обязуется уплатить установленную сумму, если застрахованное лицо умрет в течение периода действия страхового полиса (наименее дорогая форма страхования жизни).

Страхование жизни с переменной страховой суммой (variable life insurance) (4) — форма страхования жизни, предлагающая страховое "покрытие" с одновременным формированием сбережений, которая позволяет страхователю решать, как инвестировать стоимость в наличных деньгах; сумма страхового "покрытия" изменяется в зависимости от доходности инвестирования накапливаемой части страхового полиса.

Страховой полис (insurance policy) (4) — контракт между страхователем и страховщиком, который требует от страхователя внесения периодических страховых взносов в обмен на обязательство страховщика покрыть убытки в соответствии с установленными условиями.

"Стреддл" с опционами (option straddle) (11) — одновременная покупка (или продажа) опционов "пут" и "колл" на одни и те же обыкновенные акции.

Сумма погашения (principal) (9) — основная сумма долга, которая должна быть возвращена инвестору с наступлением срока погашения.

Счет НАУ (счет с договорным порядком изъятия) (NOW (Negotiated Order of Withdrawal) account) (4) — чековый счет, по которому выплачиваются проценты, но не определяется законодательным путем минимальный остаток, при этом многие банки устанавливают собственные требования.

Счет-пакет (wrap account) (2) — счет, по условиям которого клиенты, владеющие крупными портфелями ценных бумаг, платят брокерской фирме годовое вознаграждение, покрывающее стоимость услуг финансового менеджера и комиссионные брокерской фирме.

Текущая доходность (current yield) (9) — соотношение текущего дохода, обеспечиваемого облигацией, и ее преобладающего рыночного курса.

Текущая доходность (dividend yield) (10) — отражение ставки повседневной доходности; определяется путем деления величины годового дивиденда на курс акции.

Текущая доходность акции (dividend yield) (6) — показатель, сопоставляющий дивиденды с рыночным курсом акции и выражающий дивиденды на обыкновенные акции в относительном (процентном), а не в абсолютном измерении.

Текущая ставка процента в контракте об аннуитете (current interest rate) (15) — ставка, по которой страховая компания начисляет проценты на сумму, накопленную на депозите.

Текущий доход (current income) (5) — наличные деньги или "почти деньги", периодически поступающие в результате владения инвестиционными инструментами.

Теория Доу (Dow theory) (8) — концепция технического анализа, основанная на тезисе о том, что динамика рынка может быть описана долгосрочным трендом средней Доу

Джонса для курсов промышленных компаний, которую подтверждает и динамика средней транспортных компаний.

Теория "противоположного мнения" (theory of contrary opinion) (8) — индикатор технического анализа, который использует объем и характер операций с неполными лотами для определения состояния рынка и его возможных изменений.

Технический анализ (technical analysis) (8) — изучение взаимодействия различных сил на рынке акций и их влияния на курс последних.

Точечные и цифровые графики (point-and-figure charts) (8) — графики, которые используются только для наблюдения за признаками изменений динамики курсов, причем без временного измерения.

Традиционный подход к управлению портфелем (traditional portfolio management) (16) — обеспечение сбалансированности путем включения в портфель акций и долговых обязательств различных предприятий и отраслей.

Трансферт (процесс передачи) собственности (property transfer process) (14) — комплекс усилий по продвижению объекта недвижимости потенциальным покупателям и ведение переговоров с ними, что может существенно увеличить выручку от продажи объекта.

Трастовый инвестиционный фонд (investment trust) (13) — инвестиционный инструмент, образованный группой попечителей-спонсоров, которые собирают фиксированный по составу и не подлежащий управлению портфель ценных бумаг и затем продают доли участия в этом портфеле индивидуальным вкладчикам. Иногда их называют паевыми трастовыми инвестиционными фондами.

Трастовый инвестиционный фонд управления недвижимостью (*REIT*) (real estate investment trust (REIT)) (14) — разновидность инвестиционных компаний закрытого типа, размещающих капитал, привлеченный путем продажи акций инвесторам, в различные объекты недвижимости и/или закладные на недвижимость.

Требование дополнительного обеспечения (margin call) (2) — уведомление клиента брокером о необходимости сбалансирования необеспеченного счета в соответствии с нормой поддерживаемого взноса путем внесения добавочного капитала или принудительной продажи части ценных бумаг со счета покупок в кредит.

Требуемая норма доходности инвестиций (required (or desired) rate of return) (8) — ставка доходности, которая должна компенсировать инвестору риск, обусловленный данными инвестициями.

"Третий" рынок (third market) (2) — внебиржевой оборот ценных бумаг, котирующихся на Нью-Йоркской, Американской и других фондовых биржах.

Убыток капитала (capital loss) (15) — сумма, на которую цена продажи актива меньше цены покупки (базы). Максимальная сумма годового убытка, которую можно каждый год учитывать в расчете налогооблагаемого дохода, составляет 3000 долл.

Удобство объекта недвижимости (convenience) (14) — легкий доступ от места расположения объекта к тем местам, куда чаще всего отправляются люди из данного района.

Уклонение от налогов (tax evasion) (15) — незаконные действия, направленные на уклонение от уплаты налогов путем сокрытия дохода или преувеличения вычетов.

"Уличное имя" (street name) (2) — способ регистрации ценных бумаг, связанный с выписыванием сертификатов на имя брокерской компании, которая хранит их по доверенности от своих клиентов — подлинных владельцев ценных бумаг.

Улучшения объекта недвижимости (improvements) (14) — то, что человек может построить и устроить на участке: здания, тротуары, всевозможные элементы благоустройства.

Универсальное страхование жизни (universal life insurance) (4) — форма страхования, сохраняющая черты пожизненного страхования, но обеспечивающая более высокую норму доходности на единицу стоимости в наличных деньгах, чем большинство полисов пожизненного страхования, и сочетающая страхование на срок с укрытым от налогов сберегательным счетом, по которому выплачиваются рыночные ставки процентов.

"Уолл-стрит джорнал" (The Wall Street Journal) (3) — ежедневная газета издательского дома "Доу Джонс". Этот источник финансовой информации имеет наибольшую популярность.

Управление объектом недвижимости (property management) (14) — поиск оптимальной комбинации выгод, которые может дать объект, и их предложение по наименьшей цене.

Управляемые счета (central asset account) (4) — комплексный депозитный счет, объединяющий операции по инкассации чеков, инвестированию и предоставлению ссуд автома-

тическим перечислением остатков, превышающих установленный минимум, в краткосрочные инвестиции.

Ускоренная конверсия (forced conversion) (10) — досрочное погашение конвертируемых облигаций эмитентом.

Усреднение издержек (dollar cost averaging) (17) — формульный план, согласно которому фиксированная сумма инвестируется в актив через фиксированные интервалы времени; это пассивная стратегия "покупки и удержания".

Уход от налогов (tax avoidance) (15) — сокращение суммы налога, подлежащей уплате, в том числе и до нуля, законными способами, которые не противоречат решениям Конгресса США.

Участие в капитале, или долевое вложение (equity) (1) — доля владельца в капитале определенной компании или имуществе, не связанная с временными ограничениями.

Фактор "бета" (beta) (5) — измеритель недиверсифицируемого риска, который отражает, как курс ценной бумаги реагирует на рыночные силы; определяется путем анализа взаимосвязей фактической доходности ценной бумаги с фактической рыночной доходностью; чем выше "бета", тем выше риск ценной бумаги.

Фиксированные комиссионные (fixed-commission schedules) (2) — твердые ставки вознаграждения брокеру, применяемые при заключении некрупных сделок.

Фиксированный аннуитет (fixed annuity) (15) — контракт, по которому ежемесячно выплачиваются одинаковые суммы.

Фиктивная продажа (wash sales):

(4) — практика продажи ценных бумаг с капитальными убытками и повторный выкуп этих же ценных бумаг; налоговое законодательство запрещает такого рода действия;

(15) — прием, запрещенный налоговым законодательством: ценные бумаги продаются для образования реализованного убытка капитала и немедленно покупаются снова.

Финансовые институты (financial institutions) (1) — организации, которые принимают вклады и дают привлеченные деньги в долг либо инвестируют в иных формах.

Финансовые рынки (financial markets) (1) — механизм, который для заключения сделок сводит вместе тех, кто предлагает деньги, с теми, кто их ищет.

Финансовые фьючерсы (financial futures) (12) — вид фьючерсного контракта, в котором лежащий в основе "товар" состоит из определенного количества некоего вида финансовых активов, таких, как долговые ценные бумаги, иностранная валюта или рыночный портфель обыкновенных акций.

Финансовый риск (financial risk) (5) — степень неопределенности, связанная с комбинацией заемных и собственных средств, используемых для финансирования компании или собственности; чем больше доля заемных средств, тем выше финансовый риск.

Финансовый супермаркет (financial supermarket) (1) — финансовый институт, в котором клиент может получить полный набор финансовых услуг.

Фонд "агрессивного роста" (aggressive growth fund) (13) — взаимный фонд, деятельность которого имеет крайне спекулятивный характер и рассчитана на получение высокой курсовой прибыли.

Фонд акций (equity-income fund) (13) — взаимный фонд, который сориентирован на текущий доход от вложений в акции и сохранение капитала и поэтому работает главным образом с высокодоходными обыкновенными акциями.

Фонд "без нагрузки" (no-load fund) (13) — взаимный фонд, не взимающий комиссионных при продаже собственных акций.

Фонд облигаций (bond fund) (13) — взаимный фонд, портфель которого составлен из облигаций различных видов и качества с расчетом прежде всего на текущий доход.

Фонд размещения активов (asset allocation fund) (16) — взаимный фонд, стремящийся к сокращению риска своих вложений через инвестиции в правильно выбранные активы в нужное время и нацеленный на диверсификацию и относительно устойчивые результаты, а не на получение существенных приростов капитала.

Фонд роста (growth fund) (13) — взаимный фонд, главные цели которого состоят в получении курсовых доходов и долговременном росте активов.

Фонд "с нагрузкой" (load fund) (13) — взаимный фонд, взимающий комиссионные при продаже своих акций, иногда его называют фондом с "пропуском на вход".

Фонд "с низкой нагрузкой" (low-load fund) (13) — взаимный фонд, взимающий небольшие комиссионные при покупке его акций инвестором (1—3%).

Фонд "с приманкой" (specialty fund) (13) — взаимный фонд, который отходит от общепринятых стратегий инвестирования и выбирает нетривиальные приемы обеспечения высокого, притягательного для инвесторов уровня доходности.

Фонд типа "рост и доход" (growth-and-income fund) (13) — взаимный фонд, ориентированный одновременно на текущий доход и на долговременный рост стоимости портфеля с акцентом на последнем.

Фондовая покупка в кредит (margin trading) (2) — операция приобретения инвестором ценных бумаг с привлечением заемных средств, предоставленных фондовым брокером, для увеличения доходности инвестиций.

Фондовые брокеры (stockbrokers) (2) — лица, имеющие лицензию от фондовой биржи на право ведения операций с ценными бумагами для инвесторов в качестве посредника.

Форма 10-К (Form 10-K) (3) — отчет, который все фирмы, котирующие свои акции на фондовых биржах и на общенациональном внебиржевом рынке, составляют для Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Фундаментальный анализ (fundamental analysis) (7) — глубокое исследование финансового положения и результатов хозяйственной деятельности компании.

Фьючерсные контракты на фондовые индексы (stock index futures) (12) — фьючерсные контракты, основанные на показателях всесторонней оценки фондового рынка, подобных фондовому индексу "Стэндард энд пур'з 500"; имеющие механизм торговли, во многом подобный механизму торговли товарными фьючерсами, что позволяет инвесторам учитывать общие изменения фондового рынка.

Фьючерсный контракт (futures contract) (12) — обязательство поставить определенное количество некоего вида актива к некоему установленному сроку в будущем.

Фьючерсный рынок (futures market)(12) — организованный рынок для торговли фьючерсными контрактами.

Фьючерсы (commodities and financial futures contracts) (1) — контракты, в которых продавец данного контракта берет на себя обязательство поставить определенные активы (финансовые или товарные) по фиксированной цене в установленный срок, а покупатель контракта обязуется приобрести эти активы на данных условиях.

Хеджеры (hedgers) (12) — производители и поставщики, которые используют фьючерсные контракты как способ защиты своих интересов в товаре или финансовом инструменте, лежащих в основе контракта.

Хеджирование (hedge) (11) — объединение двух или более ценных бумаг в единую инвестиционную позицию с целью уменьшения или исключения риска.

Хеджирование покупкой опциона "пут" (put hedge) (15) — покупка опциона "пут" на акции, которыми вы владеете в данный момент, для того чтобы зафиксировать прибыль и отсрочить уплату налога на нее до следующего налогового года.

"Цветочные" облигации (flower bonds) (9) — ранее выпущенные правительственные ценные бумаги, продававшиеся с дисконтом, но засчитываемые по номиналу при уплате ими федерального налога на недвижимость.

Целенаправленная диверсификация (purposive diversification) (1) — подбор финансовых инструментов для достижения поставленной цели, ради которой формируется портфель.

Цели инвестирования (investment goals) (1) — определение срока вложения, его размера, формы и уровня риска, с которым оно сопряжено.

Ценные бумаги, или фондовые ценности (securities) (1) — инструменты вложения денег, представляющие собой чьи-либо долговые обязательства или обеспечивающие право участия в компании в качестве собственника, право покупки или продажи доли в компании.

Ценные бумаги с отложенным процентом (accrual-type securities) (4) — ценные бумаги, по которым процент выплачивается только в момент обращения облигации в наличные деньги, независимо от того, наступил ли срок погашения, а не периодически на протяжении срока действия облигации.

Ценные бумаги с фиксированным доходом (fixed-income securities) (1) — финансовые инструменты, приносящие периодический доход по заранее определенной ставке.

Ценные бумаги, свободно обращающиеся на открытых рынках (publicly traded issues) (6) — акции, которые легкодоступны для широких масс, они покупаются и продаются на открытом рынке.

Ценовой индекс (index price) (12) — метод ценообразования на фьючерсные контракты на казначейские векселя (и другие краткосрочные ценные бумаги), отражающий действительные изменения цен этих фьючерсных контрактов.

Цикл деловой активности, или бизнес-цикл (business cycle) (7) — показатель современного состояния экономики, отражающий изменения в общеэкономической деятельности на протяжении определенного периода.

Цикл роста (growth cycle) (7) — отражение уровня деловой активности, который характерен для отдельной отрасли промышленности на протяжении определенного периода.

Циркуляр об участии (offering circular) (15) — документ, рассылаемый частным партнерством с описанием имущества, которое предполагается купить, а также информацией о вознаграждении за управление и о прочих финансовых деталях. Обычно в него включается договор о партнерстве.

Частное партнерство (private partnership) (15) — партнерство с ограниченной ответственностью, у которого число вкладчиков ограничено, а само оно не зарегистрировано ни в одном государственном ведомстве.

"Четвертый" рынок (fourth market) (2) — внебиржевые сделки, заключаемые непосредственно между крупными институциональными покупателями и продавцами.

Чистая приведенная стоимость (*NPV*) (net present value (NPV)) (14) — разница между суммой приведенной (текущей) стоимости потоков денежных средств и суммой начального собственного капитала, который необходим для инвестиций в недвижимость.

Чистые убытки (net losses) (4) — сумма, на которую капитальные убытки превосходят прирост капитала; максимум 3000 долл. чистого убытка может быть использовано в расчете налогов в случае получения обыкновенных (активных) доходов.

Чистый поток денежных средств (*ATCF*) (after-cash tax flows (ATCFs)) (14) — годовые потоки денежных средств, полученные от инвестиций в недвижимость, за вычетом всех расходов, налогов и платежей по долгу.

Чрезмерный взнос, или чрезмерная маржа (excess margin) (2) — избыток собственного капитала над обязательным уровнем на счете покупок в кредит.

Эквивалентная доходность с учетом налогооблагаемых процентов (fully taxable equivalent yield) (9) — доходность налогооблагаемых облигаций, которую следует обеспечить, чтобы уравнять ее с доходностью освобожденных от налогообложения низкоприбыльных муниципальных облигаций.

Экономический анализ (economic analysis) (7) — изучение общеэкономических условий, которое предпринимается с целью определения стоимости обыкновенных акций.

Экс-дивидендная дата (ex-dividend date) (6) — дата, фиксирующая четыре рабочих дня, предшествующих дате регистрации, и определяющая статус инвестора как владельца акций компании и его право на получение объявленного дивиденда.

Эмиссионный синдикат (underwriting syndicate) (2) — временное объединение, созданное для распределения финансового риска, возникающего при размещении нового выпуска.

Эстетически ценная среда в области сделок с недвижимостью (esthetic environment) (14) — районы, застроенные красивыми зданиями, районы, которые хорошо спланированы и содержатся в порядке, где меньше шума, чище воздух, не ведутся строительные работы, ремонт коммуникаций и т. д.

Этика (ethics) (1) — правила поведения и моральные оценки.

"Эффект акций" (equity kicker) (10) — тенденция изменения рыночного курса конвертируемых ценных бумаг вслед и по аналогии с динамикой курсов обыкновенных акций, на которые они могут быть обменены.

"Эффект рычага" (leverage) (11) — концепция, согласно которой заемный капитал используется для уменьшения размера собственного капитала, необходимого для данных инвестиций, в целях увеличения таким образом доходности.

"Эффект рычага" (в операциях с недвижимостью) (leverage) (14) — использование кредита для покупки объекта недвижимости, который влияет на соотношение риска и требуемой доходности инвестиций.

Эффективный портфель (efficient portfolio) (16) — портфель, который обеспечивает наивысшую доходность для заданного уровня риска или имеет наименьший риск при заданном уровне доходности.

Предметный указатель

Абельсон Алан *(Abelson, Alan)* 102
Агентство "Муди'з инвестор сёрвисиз" *(Moody's Investor Services)* 107, 122—123, 840
Аккредитив банковский *(Letter of credit) LOC* 437
Активы *(Assets)* 333—337
Акции *(Stock)* 11 *см. также* Привилегированные акции *(See also Preferred stock)*
Акции, выкупленные из обращения *(Treasury stock)* 270—271
Акции малых компаний *(Small company stocks)* 299—301
Акции роста *(Growth stocks)* 295—296, 760
Акции с "розовых страниц" *(Pink sheet stocks)* 275, 298, 302—303
Акции-символы *(Bellwether stocks)* 385
Акции фондов среднесрочных облигаций *(Intermediate-term bond funds)* 670
Алмон Чарлз *(Allmon, Charles)* 374
Альтернатива "риск—доходность" *(Risk-return tradeoff)* 230, 242, 813
Альтернативный налоговый минимум *(Alternative minimum tax — AMT)* 753—754
Американская ассоциация индивидуальных инвесторов *(American Association of Individual Investors)* 80
Американская корпорация страхования муниципальных облигаций *(American Municipal Bond Assurance Corporation — AMBAC)* 435
Американская фондовая биржа *(American Stock Exchange — AMEX)* 44, 47, 56, 58, 59, 121, 274, 567, 573
  индекс *(index of)* 121—122
Амортизация *(Depreciation)* 335, 729, 761—762
Анализ потока денежных средств *(Cash flow analysis)* 728—730
Анализ рынка *(Analysis market)* *см.* Технический анализ *(See Technical analysis)*
Анализ ценных бумаг *(Security analysis)* 314—315
  отраслевой *(industry analysis)* 325—331
  фундаментальный *(fundamental analysis)* 331—354
  экономический *(economic analysis)* 315—325
Аналитическая информация *(Analytical information)* 96
Аналитические обзоры операционных отделов *(Back-office research reports)* 115
Андеррайтинг *(Underwriting)* 42
Аннуитант *(Annuitant)* 764
Аннуитет с налоговой защитой *(Tax-sheltered annuity)* 765, 768
Аннуитет с ограниченным сроком *(Finite-term annuity)* 766—767
Аннуитет, приобретаемый в рассрочку *(Installment annuity)* 764
Аннуитеты *(Annuities)* 215—216, 219—220, 764—773
  немедленный *(immediate)* 764
  "плавающий" *(variable)* 771
  покупка *(buying)* 772—773
  пригодный для помещения капитала *(investment suitability of)* 772
  приобретаемый в рассрочку *(installment)* 764
  простой *(straight)* 768
  разновидности *(deferred)* 764—773
  с налоговой защитой *(tax-sheltered)* 765—768
  с разовой оплатой *(single-premium)* 764
  фиксированный *(fixed)* 771—772
Арбитраж *(Arbitration)* 60
Арон Генри *(Aaron, Henry)* 626
Ассоциация страховщиков муниципальных облигаций *(Municipal Bond Insurance Association — MBIA)* 435

База данных *(Databases)* 22, 133—137
База, капитальный актив *(Basis, capital asset)* 749
Базисный пункт *(Basis point)* 610—611
Балансовая стоимость *(Book value)* 280—281, 374—375, 497
  в расчете на акции *(per share)* 351
  см. также Чистая стоимость активов *(See also Net asset value)*
Балансовая форма *(Book entry form)* 434
  и взаимные фонды *(mutual funds and)* 843
  и инвестиционные решения *(investment decisions and)* 224
  и облигации *(bonds and)* 843
  и обыкновенные акции *(common stock and)* 842
  и привилегированные акции *(preferred stock and)* 842
  и товарные фьючерсы *(commodity futures and)* 595—596
  и фьючерсы *(futures and)* 595—596
  определение *(defined)* 223
Балансовый отчет *(Balance sheet)* 333—335
Банки *(Banks)* 15, 17, 127
Безотзывная облигация *(Noncallable bond)* 427
Безразличный к риску инвестор *(Risk-indifferent investor)* 241
Безрисковая ставка доходности *(Risk-free rate — R_F)* 813
Бейли Фрэнсис *(Baily, Francis)* 212
Бейсбольные карточки как инвестиции *(Baseball cards, as investment)* 626—628

Бент Брюс (*Bent, Bruce*) 176—177
"Бест иншуранс" (*Best's Insurance Reports*) 773
Бизнес в инвестиционном процессе (*Business, in investment process*) 17
"Бизнес уик" (*Business Week*) 27, 104
Биржа Канзас-сити (*Kansas City Board of Trade*) 49, 603
Биржевой крах (*Stockmarket crash*) 56 *см. также* "Черный понедельник" (*See also Black Monday October, 19, 1987*)
Биржевые опционы (*Listed options*) 547—548
Биржи опционов (*Options exchanges*) 49
Бретт Джордж (*Brett, George*) 626
Бриф Ричард (*Brief, Richard*) 212
Брокерская ссуда (*Margin loan*) 71, 74—75
Брокерские депозитные сертификаты (*Brokered certificates of deposit*) 176—178
Брокерские услуги (*Brokerage services*) 23—24, 58—60, 60—61, 172, 277—278, 587—590, 772
Брокеры (*Brokers*) *см.* Фондовые брокеры (*See Stockbrokers*)
"Бросовые" облигации (*Junk bonds*) 447—449
Будущая стоимость (*Future value*):
  аннуитета (*of annuities*) 215—216
  текущего вклада (*of current deposits*) 214—215
"Бумажная" прибыль (*Paper profit*) 691
Бэйб Рут (*Ruth, Babe*) 627
"Бэррон'з" (*Barron's*) 22, 27, 102, 117, 118, 122, 123, 695, 839, 840
Бюро государственного долга (*Bureau of Public Debt*) 180

"Вайзенбергер инвестмент компаниз" (*Investment Companies Wiesenberger*) 685
Валовой национальный продукт (*Gross national product — GNP*) 158, 316, 321
Валютные опционы (*Currency options*) 576—577
Валютные фьючерсы (*Currency futures*) 603—604, 605, 611
Варранты (ордера) (*Warrants*) 31, 68—69, 78, 534—543 *см. также* Опционы (*See also Options*)
Вексель (*Promissory note*) 178, 426
Векселя Казначейства США (*Treasury bills — T-bills*) 28, 168—169, 173, 182
  и налоги (*taxes and*) 179—180, 432, 756
  фьючерсы (*futures on*) 604, 610—611
Верхняя отметка (*Uptick*) 83
Взаимные фонды (*Mutual funds*) 11, 17, 32, 52, 68, 78, 150—151, 160
  акции "без нагрузки" (*no-load*) 651, 653
  "бросовые" облигации (*junk bonds*) 447
  выбор соответствующих инвестиций (*investment suitability of*) 642, 644
  доходность (*performance*) 647—648, 690—695
  золото (*gold*) 621—622
  и налоги (*taxes and*) 659
  и риск (*risk and*) 695
  и товарные фьючерсы (*commodities and*) 601, 640—695
  и услуги инвесторам (*investor services and*) 674—679
  инвестиционная стратегия (*investment strategies for*) 679—689
  история (*history*) 640—641
  комиссионные издержки (*transaction costs of*) 658, 659—663
  муниципальные облигации (*municipal bonds and*) 670
  норма доходности за период владения акциями фонда (*holding period return — HPR*) 693—695, 842—844
  определение (*defined*) 648
  проспект (*prospectus of*) 682—683
  различные типы (*characteristics of*) 648—664
  размещение активов (*asset allocation and*) 820
  разновидности (*types of*) 667—679
  регулирование (*regulation of*) 647—648
  ценные бумаги, обеспеченные закладной (*mortgage-backed securities and*) 444
Взаимные фонды денежного рынка (*Money market mutual fund — MMMF*) 172, 174—175, 671
Взаимные фонды индексов (*Index mutual funds*) 673
Взаимные фонды облигаций (*Bond mutual funds*) 668
Взаимные фонды роста (*Growth mutual funds*) 667—668
Взаимные фонды "с приманкой" (*Specialty mututal funds*) 672—673
Взаимные фонды с "пропуском на вход" (*Front-end load mutual funds*) 653, 662
Взаимные фонды типа "рост и доход" (*Growth-and-income mutual funds*) 668
Взаимные фонды хеджирования (*Hedge mutual funds*) 673
Взаимные фонды, специализирующиеся на фьючерсах (*Commodity mutual funds*) 601
Взаимный фонд, ориентированный на доходность (*Yield-enhanced mutual funds*) 673
Взаимный фонд, ориентированный на налоговое планирование (*Tax-managed mutual fund*) 672
Вкладчики (*Limited partners*) 777
"Вне прав" (*Rights-off*) 533
Внебиржевой рынок, или внебиржевой оборот (*Overt-the-counter (OTC) market*) 44, 58, 73, 83, 105, 121—122, 274—275
Внутренний доход (*Internal rate of return*) *см.* Доходность (*See Yield*)
Внутренняя стоимость (*Intrinsic value*) 314—315
Вознаграждения за услуги брокеров (*Brokerage fees*) *см.* Трансакционные издержки (*See Transaction costs*)
Временной горизонт инвестиций (*Investment horizon*) 365
Вторичное распределение (*Secondary distributions*) 50
Вторичный рынок (*Secondary market*) 41,44
Второстепенные необеспеченные облигации (*Subordinated debentures*) 431
Выкуп корпораций на основе заемных средств (*Leveraged buyouts — LBOs*) 407—408, 449

Выкуп на основе закладных средств *(Buyouts, leveraged — LBOs)* 407—408
Выплаченная прибыль по контракту об аннуитете *(Payout, annuity)* 768
Высокодоходные облигации *(High-yield bonds)* 447, 520
Высокорискованные инвестиции *(High-risk investments)* 14, 571
Вычеты постатейные *(Deductions, itemized)* 751—752
"Вэлью Лайн инвестмент сёрвей" *(Value Line Investment Survey)* 96, 97, 113, 122, 239

Гёриг Луи *(Gehrig, Lou)* 627
Гарантированные муниципальные облигации *(Municipal bond guarantees)* 435, 437
Генеральные облигации *(General obligation bonds)* 435
Гипотеза случайных движений *(Random walk hypothesis)* 397—398
Глобализация финансовых рынков *(Globalization, of financial markets)* 24—25
Глобальная диверсификация *(Global diversification)* 804—805
Глубина рынка *(Market breadth)* 388
Годовая чистая операционная прибыль от объекта *(Net operating income — NOI)* 718—722, 729—730
Годовое собрание акционеров *(Stockholders' meeting annual)* 278
Годовой отчет *(Annual report)* см. Годовой финансовый отчет *(See Stockholder's report)*
Годовой финансовый отчет *(Stockholder's report)* 105—106
Голосование акционеров путем простого большинства *(Majority voting)* 279
"Горящий", или срочный, приказ *(Fill-or-kill order)* 63
Государственные ценные бумаги *(Government securities)*:
 денежных фондов *(money funds of)* 175, 671
 и налоги *(taxes and)* 756
 казначейские облигации и векселя *(treasury bonds and notes)* 74, 432, 464, 574—576, 604
 муниципальные облигации *(municipal bonds)* 435—440, 453, 605, 756
 сберегательные облигации серии НН *(Series HH bonds)* 180—181
 фондов облигаций *(bond funds of)* 669—671
 см. также Векселя Казначейства *(See also Treasury bills)*
Государство *(Government)*:
 в инвестиционном процессе *(in investment process)* 16—17
 регламентация рынка ценных бумаг *(regulation of securities market)* 51—56
Грассо Ричард *(Grasso, Richard)* 52
Графические коды *(Chart formations)* 391, 394—395
Графические отрезки *(Bar charts)* 391—392
Группа по продаже ценных бумаг *(Selling group)* 42
Групповое страхование жизни на определенный срок *(Group term insurance)* 148
Групповой менталитет *(Herd mentality)* 403
Грэхэм Бенджамин *(Graham, Benjamin)* 374

Дата истечения срока опциона *(Expiration date)* 535, 550—551
Дата регистрации *(Date of record)* 287
Двойной листинг *(Dual listing)* 45
Дебетовый остаток *(Debit balance)* 74
Действительные партнерства по управлению недвижимости *(Master limited partnerships — MLPs)* 739—740
Действительный риск *(Relevant risk)* 802
Делистинг эмитента *(De-listing)* 46
Деловая периодика *(Business periodicals)* 104
Деловой риск *(Business risk)* 232
Демографические характеристики *(Demographics)* 707
Денежная масса *(Money supply)* 321—322
Денежный рынок *(Money market)* 15, 41
Деноминация *(Denomination)* 425
"Деньги" (раздел газеты "Ю-эс-эй тудэй") *("Money")* 102
Депозитарные свидетельства *(American Depositary Receipts — ADRs)* 24, 48, 299, 805
Депозитные счета денежного рынка *(Money market deposit account — MMDA)* 172, 175
Депонированные дивиденды *(Arrears, dividend)* 494—495
Держатели зарегистрированные *(Holders of record)* 287
Джексон Реджи *(Jackson, Reggie)* 626
Диверсификация *(Diversification)* 21, 156, 642—644, 800
 совместная *(pooled)* 642
Диверсифицируемый риск *(Diversifiable risk)* 235, 801—802, 812
Дивиденд в виде акции *(Stock dividend)* 270, 287—289
Дивиденд наличными *(Cash dividend)* 287
Дивидендная политика *(Dividend policy)* 289—290
Дивидендные премии *(Extra dividends)* 291
Дивиденды *(Dividends)*:
 виды *(types of)* 287—289
 и взаимные фонды *(mutual funds and)* 689, 692
 и налоги *(taxes and)* 284, 289
 и обыкновенные акции *(common stock and)* 283—292
 и привилегированные акции *(preferred stocks and)* 30, 487—490, 496—497
 на акцию *(per share)* 350
 определение *(defined)* 29
 прогнозный *(forecast)* 364
Дилеры *(Dealers)* 50, 51, 65, 133—137
Дисконтированные потоки денежных средств *(Discounted cash flows)* 723—724, 731—732
Дисконтный брокер *(Discount broker)* 61
Дисконтный доход определения процента *(Discount basis, of interest determination)* 168
Дисперсия *(Variance)* 810
"Длинная" позиция *(Long position)* 590
"Длинная" покупка *(Long purchase transaction)* 67
Добровольные сберегательные программы *(Voluntary savings plans)* 675
Доверенность *(Proxy)* 278, 280

Договорные комиссионные (*Negotiated commissions*) 66, 275
Долговые ценные бумаги (*Debt*) 10, 11, 69, 407
Долгосрочные инвестиции (*Long-term investment*) 14—15
Домашний компьютер (*Home computer*) *см.* Персональные компьютеры (*See Personal computers — PCs*)
Доу Джонс и К° (*Dow Jones & Co*) 102,104
программное обеспечение (*software programs of*) 132
службы новостей и поиска (*news and retrieval systems of*) 133—137
средние индикаторы курсов облигаций (*bond averages of*) 123
фондовые индикаторы (*stock averages of*) 119—120, 122
Доу Чарлз (*Dow, Charles H.*) 383
Доход (*Return*):
"бумажный" (*paper*) 222
важность (*importance of*) 207—209
валовой (*gross*) 750—751
виды (*types of*) 162—163
за период владения (*holding period — HPR*) 376, 841—843
см. Доходность за период владения (*See Holding period return*)
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 689—695
и возврат капитала (*capital dividends and*) 287
и инвестированный капитал (*invested capital and*) 75—76, 86, 597
и инфляция (*inflation and*) 209—210
см. Доходность (*See Yield*)
и облигации (*bonds and*) 123, 266—267
и обыкновенные акции (*common stock and*) 263, 264—265, 266, 283
и партнерства с ограниченной ответственностью (*limited partnerships and*) 739—740, 784—785
и покупка ценных бумаг в кредит (*margin trading and*) 74—76
и риски (*risk and*) 230—243, 704, 813, 848—849
измерение (*measuring*) 221—224, 852—860
концепция (*concept of*) 205—207
концепция стоимости во времени (*time value concept of*) 210
корректирование с учетом риска и рыночных показателей (*risk-adjusted, market-adjusted — RAR*) 849—852, 856
налогооблагаемый (*taxable*) 161—162, 749—754
определение (*defined*) 205
освобожденный от налога (*excluded from taxation*) 756—757
поток (*stream of*) 218—219, 226—227, 229—230
с правом на налоговые льготы (*tax-favored*) 755—759
совокупный (*total*) 207, 422, 841
составляющие (*component of*) 205—210
текущий (*current*) 19, 144—145, 161, 206
требуемая норма доходности инвестиций (*required rate of*) 377—378
уровень (*level of*) 209—210
см. также Проценты (*See also Interest*)
Доход на "бумаге" (*Paper return*) 778
Доход, освобожденный от налога (*Tax-favored income*) 756—763
Доходность (*Yield(s)*):
заявленная (*promised*) 462, 464, 468—472
и векселя (*warrants and*) 539—541
и краткосрочные инвестиции (*short-term investments and*) 182—183
и облигации (*bonds and*) 421—425, 439, 452, 454, 456, 457, 460—461, 467—471, 474—475
и привилегированные акции (*preferred stock and*) 487—490, 496—497, 499
и торговля "в кредит" (*margin trading and*) 74—78
определение (*defined*) 225
по дивидендам (*dividend*) 288—289, 350—351
по опционам (*options and*) 555—558
подсчет (*calculation of*) 224—230
приблизительная (*approximate*) 228—230, 380, 469—471
реализованная (*realized*) 470—472
текущая (*current*) 459, 462, 464, 468—470, 496—497
эквивалентная с учетом налогооблагаемых процентов (*fully taxable equivalent*) 439
Доходность за период владения активом (*Holding period return — HPR*) 222—224, 841—844, 854—855
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 692—695, 843—844
и инвестиционные решения (*investment decisions and*) 224
и облигации (*bonds and*) 423, 841—843
и обыкновенные акции (*common stock and*) 841—842
и привилегированные акции (*preferred stock and*) 841—842
и товарные фьючерсы (*commodity futures and*) 596—597
и фьючерсы (*futures and*) 596—597
определение (*defined*) 223
Доходность к погашению (*Yield to maturity*) 462—464, 468, 474—475
Доходные акции (*Income stocks*) 294—295, 760—761
Доходные облигации (*Revenue bonds*) 429, 431, 435
Доходный метод оценки стоимости объекта (*Income approach of estimate value property*) 718
Драгоценные камни (*Diamonds*) 624
Драгоценные камни и металлы как инвестиционные инструменты (*Gemstones and precious metals, as investment*) 619, 620—623, 624—625
Дробление акций (*Stock split*) 268—270

Евродоллары (*Eurodollars*) 610
Ежедневный ценовой лимит на товары (*Daily price limit on commodities*) 596

Желаемая норма доходности инвестиций (*Desired rate of return*) *см.* Требуемая норма доходности (*See Required rate of return*)

Закон Мэлоуни от 1938 г. *(Maloney Act of 1938)* 54—55
Закон о дерегулировании депозитных институтов и контроле за денежным обращением от 1980 г. *(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 1980 — DIDMCA)* 23, 168
Закон о защите инвестиций в ценные бумаги от 1970 г. *(Securities Investor Protection Act of 1970)* 59
Закон о консультантах по инвестициям от 1940 г. *(Investment Advisors Act of 1940)* 55, 125, 648
Закон о налоговой реформе от 1986 г. *(Tax Reform Act of 1986)* 15, 33, 69, 146, 162, 163, 165, 166, 190, 194, 265, 284, 421, 499, 678—679, 730, 731, 736, 739, 747—748, 753, 754, 755, 765, 768, 773, 775, 778, 786
Закон о пенсии для лиц, самостоятельно организующих свою занятость *(Self-Employment Individuals Retirement Act of 1962)* 192
Закон о пенсионном обеспечении работников от 1986 г. *(Employee Retirement Income Security Act (ERISA) of 1986)* 190—191
Закон о технических и разных доходах от 1988 г. *(Technical and Miscellaneous Revenue Act of 1988)* 774
Закон о фондовых биржах от 1934 г. *(Securities Exchange Act of 1934)* 54, 648
Закон о ценных бумагах от 1933 г. *(Securities Act of 1933)* 52—54, 647
Закон об инвестиционных компаниях от 1940 г. *(Investment Company Act of 1940)* 55, 648
Зарегистрированные депозитарные свидетельства *(Company-sponsored American Depositary Receipts — ADRs)* 48
Зарубежные взаимные фонды *(Overseas mutual funds)* 674
Зарубежные фондовые биржи *(Foreign stock exchanges)* 48
Затратный подход к оценке недвижимости *(Cost approach, to property value)* 717—718
Заявленная доходность *(Promised yield)* 464, 468—470, 471, 472
Зерновая биржа Миннеаполиса *(Minneapolis Grain Exchange)* 49
Золото как инвестиция *(Gold, as investment)* 619, 620—623, 848
Золотые акции и взаимные фонды *(Gold stocks and mutual funds)* 622—623
Золотые монеты *(Gold coins)* 622
Золотые сертификаты *(Gold certificates)* 623
Золотые слитки *(Gold bullions)* 622
Золотые ювелирные изделия *(Gold jewelry)* 622

Игра на спреде *(Spreading)* 564—566, 599—600
Издержки упущенных возможностей *(Opportunity cost)* 619
Изменение уровня надежности ценных бумаг *(Turnarounds)* 502—503
Изменчивость (курсов) *(Volatility)* 173, 234, 475, 811—812
Именные облигации *(Registered bonds)* 431
Имущественные вложения *(Property)* 11, 13, 710—715
- трансферт *(transfer process of)* 715—717, 728
- управление *(management of)* 712—713, 715
- *см. также* Недвижимость *(See also Real estate)*

Инвестирование в течение жизненного цикла *(Life cycle, investing over)* 160—161
Инвестирование, инвестиция *(Investing, Investment)*:
- в течение жизненного цикла *(over life cycle)* 160—161
- вознаграждение *(rewards from)* 19
- выбор варианта *(selection of)* 20—21, 220—221, 242—243
- выбор определенного момента *(timing of)* 156—157, 860—869
- глобализация *(globalization of)* 24—25
- диверсификация *(diversification in)* 21—22, 156, 235, 642—644, 800—802, 804—805, 812, 822—823, 846—847
- доход *(return on)* 205—221 *см. также* Доход *(See also Return)*
- и налоги *(taxes and) см.* Налоги *(See Taxes)*, Инструменты защиты от налогов *(Tax shelters)*
- и персональные компьютеры *(personal computers and)* 22—23, 129—137, 156
- и риск *(risk and)* 230—243 *см. также* Риск *(See also Risk)*
- и финансовые супермаркеты *(financial supermarkets and)* 23—24
- источники информации *(information sources on)* 22—23, 96—118
- консультанты *(advisors for)* 13, 18, 26—27, 55—56, 58—63, 125—129
- краткосрочные *(short-term) см.* Краткосрочные инвестиции *(See Short-term investments)*
- новые явления *(recent developments in)* 22—25
- определение *(defined)* 10, 14, 18
- оценка эффективности *(performance evaluation of)* 838—869 *см. также* Портфель *(See also Portfolio)*
- планирование *(planning for) см.* Инвестиционный план *(See Investment plan)*, Инвестиционный процесс *(Investment process)*, Портфель *(Portfolio)*
- последовательность действий *(steps in)* 19—22
- премия *(premium)* 557
- финансовые инструменты *(vehicles for)* 20, 27—33
- цели *(goals for)* 20, 26—27, 144—156, 860
- экономическое значение *(economic importance of)* 18

Инвестиции в закладные на недвижимость *(Real Estate Mortgage Investment Conduit — REMIC)* 446
Инвестиции в материальные активы *(Tangible investments)* 32, 159—160, 616—628
- виды *(types of)* 616—617
- и драгоценные камни *(gemstones and)* 624
- и драгоценные металлы *(precious metals and)* 619, 620—623
- и предметы коллекционирования *(collectibles and)* 624—628

история (*history of*) 616—617
и стратегические металлы (*strategic metals and*) 619, 623—624
риск (*risks of*) 620
Инвестиции в недвижимость (*Investments in apartments*) 724—733
Инвестиции в энергетику, партнерства (*Energy-related partnerships*) 779—780
Инвестиции с низким риском (*Low-risk investment*) 14,169
Инвестиционная компания (*Investment company*) 642
Инвестиционная премия (*Investment premium*) 557
Инвестиционная программа (*Investment program*) 156—157
Инвестиционная стоимость (*Investment value*) 282, 515
Инвестиционная стратегия долгосрочного владения (*Buy-and-hold investment strategy*) 301—304, 476
Инвестиционное мошенничество (*Investment fraud*) 12—13, 56
Инвестиционные бюллетени (*Investment letters*) 117
Инвестиционные компании закрытого типа (*Closed-end investment companies*) 54, 649—650, 651—653, 662, 691 *см. также* Взаимные фонды (*See also Mutual funds*)
Инвестиционные рынки (*Investment markets*) 15—16, 24—25
Инвестиционные фонды, продающие акции "без нагрузки" (*No-load mutual funds*) 172, 651, 653, 655, 659, 661, 664
Инвестиционный анализ недвижимости (*Investment analysis, real estate*) 719—723
Инвестиционный банк (*Investment banking firm*) 41
Инвестиционный план (*Investment plan*):
в страховании жизни (*life insurance in*) 146—153
в течение жизненного цикла (*over life cycle*) 160—161
и выход на пенсию (*retirement and*) 145, 156, 183—196
и налоги (*taxes and*) 145—146, 161—167, 180 *см. также* Инструменты защиты от налогов (*See also Tax shelters*), Налоги (*Taxes*)
и экономическая обстановка (*economic environment and*) 157—160
цели (*goals of*) 20, 26—27, 144—156, 860
см. также Портфель (*See also Portfolio*)
Инвестиционный процесс (*Investment process*):
структура (*structure of*) 15—16
участники (*participants in*) 16—17
Инвестиционный уровень привилегированных акций (*Investment-grade preferred stock*) 498—499
Инвестиционный фонд "с низкой нагрузкой" (*Low-load mutual fund*) 655
Инвестиционный фонд, продающий акции "с нагрузкой" (*Load mutual funds*) 651, 653
Инвестор, принимающий риск (*Risk-taking investor*) 241
"Инвесторз дэйли" (*Investor's Daily*) 102, 118
Инвесторы (*Investors*):
защита (*protection of*) 59—60
индивидуальные (*individual*) 18, 55, 241, 601—602
институциональные (*institutional*) 17—18, 51
начинающие (*beginning*) 26—27
типы (*types of*) 17—18
Индекс "Вэлью Лайн" (*Value Line Index*) 567—568, 604, 605, 811
Индекс "Инститьюшнл" (*Institutional Index*) 567—568
Индекс "Интернешнл маркет" (*International Market Index*) 567—568
Индекс "Мейджор маркет" (Американская фондовая биржа) (*Major Market Index*) 567, 604—605
Индекс Национальной рыночной системы внебиржевого рынка (Филадельфийская биржа) (*National Over-the-Counter Index*) 567
Индекс портфеля мелкого инвестора (*Small Investor Index*) 124—125
Индекс потребительских цен (*Consumer Price Index — CPI*) 160, 323, 841
Индекс уверенности (*Confidence index*) 389
Индекс "Уилшир 5000" (*Wilshire 5000 Index*) 122
Индекс "Файненшнл ньюс композит" (*Financial News Composite Index*) 567
Индекс цен производителей (*Producer price index*) 322
Индексный арбитраж (*Index arbitrage*) 403, 606—607
Индексы (*Indexes*):
акций (*stocks*) 119—122, 604—605
облигаций (*bonds*) 122—124
опционы на фондовые индексы (*options*) 566—571, 612
рынка (*market*) 118—119
уверенности (*confidence*) 389
Индивидуальные инвесторы (*Individual investors*) 17—18, 55, 241, 601—602
Индивидуальные пенсионные счета (*Individual retirement accounts — IRAs*) 33, 193—196, 444, 640, 679, 737, 751, 756, 770—771
Иностранная валюта (*Foreign currency*) 576—577, 603—605, 612
Институт инвестиционных компаний (*Investment Company Institute*) 656
Институт финансового планирования (*Institute of Certified Financial Planners*) 822
Институциональные инвесторы (*Institutional investors*) 17—18, 51, 402—404
Институциональные облигации (*Institutional bonds*) 441, 453
Инструменты защиты от налогов (*Tax shelters*) 33, 146, 165—167, 755
и доход с правом на налоговые льготы (*tax-favored income and*) 755—757
и партнерства с ограниченной ответственностью (*limited partnership as*) 739, 775—776
и пенсионные программы (*retirement programs and*) 192—197, 770—771
и страхование жизни (*life insurance and*) 149—151, 773—775
как векселя Казначейства США (*Т*-векселя) (*treasury bills as*) 180
как недвижимость (*real estate as*) 729—730
как отложенные аннуитеты (*deferred annuities as*) 764—770
Инфляция (*Inflation*):

и инвестиции в реальные активы *(tangible investments and)* 159—160, 625
и проценты *(interest rates and)* 454
обыкновенные акции как форма страхования от нее *(common stock as hedge against)* 282—283
определение *(defined)* 232
Информационная программа компании "Доу Джонс" *(Dow Jones Spreadsheet Link™)* 133
Информация *(Information)*:
источники *(sources of)* 101—118
об инвестициях *(on investing)* 101—118
преимущества *(benefits of)* 100—101
Информация по подписке *(Subscription services)* 105, 108—114, 126—127
Ипотека с выплатой по возрастающей *(Growing-equity mortgage — GEM)* 709
Ипотека с выплатой раз в две недели *(Biweekly mortgage — BWM)* 614
Ипотека с дифференцированными выплатами *(Graduated-payment mortgage — GPM)* 709
Ипотека с переменной процентной ставкой *(Adjustable-rate mortgage)* 708
Ипотека с твердой процентной ставкой *(Fixed-rate mortgage) FRM* 708
Ипотека сроком на 15 лет *(Fifteen-year morgage — FYM)* 708
Ипотечное финансирование *(Mortgage financing)* 707—709
Ипотечные партнерства *(Debt partnerships)* 738
Исследовательская программа компании "Доу Джонс" *PLUS™ (Dow Jones Market Analyzer Plus)* 132—133

Казначейство США *(Department of the Treasury, U.S.)* 179—180, 432—433 *см. также* Векселя Казначейства *(See also Treasury bills)*, Облигации и векселя Казначейства *(Treasury bonds and notes)*
Капитальные убытки *(Capital losses)* 164—166, 169, 206—207, 222, 421, 478, 749, 763
и фиктивная продажа *(wash sales and)* 165, 763
Капитальный актив *(Capital asset)* 164, 749
Кармель Янки Дук *(Carmel, Yankee Duke)* 627
Кассовый счет *(Cash account)* 62
Кейнс Джон Мейнард *(Keynes, John Maynard)* 212
Келлер Марк *(Keller, Mark)* 374
Керо Род *(Carew, Rod)* 626
Классифицированные обыкновенные акции *(Classified common stocks)* 271—272
Клубы инвесторов *(Investment clubs)* 128—129, 130—131
"Колл" опционы *(Call options)* *см.* "Пут" и "колл" опционы *(See Put and call options)*
Комиссионное вознаграждение *(Commissions)* *см.* Трансакционные издержки *(See Transaction costs)*
Комиссионные от "купли и продажи" *(Round trip commissions)* 590
Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку *(Securities and Exchange Commissions — SEC)* 52—56, 58, 81, 83, 105, 125, 179, 647, 663, 667, 682, 694, 783, 787
Коммерческие бумаги *(Commercial paper)* 178—179, 182
Компании открытого типа *(Open-end investment company)* 55, 648, 663, 689
Компания "Стэндард энд пур'з" *(Standard & Poor's Corp. (S&P))* 107, 123
индекс обыкновенных акций *(common stock index of)* 120—121, 566—568, 604, 605, 606, 647, 840, 850
информация по подписке *(subscription services of)* 107, 108—109, 114
рейтинг облигаций *(bond ratings by)* 449—452
рейтинг привилегированных акций *(preferred stock ratings by)* 498—499
Компания гарантированного страхования облигаций инвесторов *(Bond Investors Guaranty Insurance Co. — BIG)* 435
Компания страхового гарантирования капитала *(Capital Guaranty Insurance Company)* 435
Компьютерная периферия *(Hardware, computer)* 22, 132
Компьютеры *(Computers)* 117 *см. также* Персональные компьютеры *(See also Personal computers — PCs)*
Конверсионная премия *(Conversion premium)* 511, 514—515, 516
Конверсионная привилегия *(Conversion privilege)* 507—508, 677
Конверсионная стоимость *(Conversion value)* 513—515
Конверсионный курс *(Conversion price)* 508
Конверсионный паритет *(Conversion parity)* 514
Конверсионный период *(Conversion period)* 507
Конверсионный эквивалент *(Conversion equivalent)* 514
Конвертируемые ценные бумаги *(Convertible securities)* 30, 503, 505—521
в сравнении с обыкновенными акциями *(common stock versus)* 509
для инвестиционных стратегий *(for investment strategies)* 515—521
и облигации *(bonds and)* 505—521
и привилегированные акции *(preferreds and)* 508
и проценты *(interest rates and)* 509, 516
курс *(price of)* 515—517
определение *(defined)* 505
полная доходность *(yield on)* 511, 516
пригодность для инвестирования *(investment suitability)* 511—512
риски *(risks of)* 510—511
стоимость *(value of)* 508—510, 512—515, 518
трансакционные издержки *(transaction costs of)* 512
см. также Облигации *(See also Bonds)*, Привилегированные акции *(Preferred stocks)*
Контрактные сберегательные программы *(Contractual savings plans)* 674—675

Концепция активности торговых операций *(Trading action approach)* 383—385
"Короткая" позиция *(Short position)* 590
Корпоративные облигации *(Corporate bonds)* 540—541, 670
Корпорация *(Corporation)* 776
Корпорация страхования инвестиций в ценные бумаги *(Securities Investor Protection Corporation — SIPC)* 59—60
Корпорация финансовых гарантий инвестиций *(Financial Guaranty Investment Corporation — FGIC)* 435
Корреляция доходности ценных бумаг *(Correlation, of securities returns)* 810, 811
Косвенная инвестиция *(Indirect investment)* 11
Котировки *(Quotations)* 117—118
  акций *(on stocks)* 272—275
  облигаций *(on bonds)* 459, 463—465
  опционов *(on options)* 272—275, 492
Коуфакс Доджер Сэнди *(Koufax, Dodger Sandy)* 627
Коэффициент выплаты дивидендов *(Payout ratio)* 350, 352
Коэффициент детерминации *(Coefficient of determination — R^2)* 811
Коэффициент "квоты собственника" *(Debt-equity ratio)* 344
Коэффициент конверсии *(Conversion ratio)* 507
Коэффициент корреляции *(Correlation coefficient)* 810
Коэффициент "кратное прибыли" *(Price/earnings (P/E) ratio)* 347—348, 364—367
Коэффициент оборачиваемости совокупных активов *(Total asset turnover)* 343
Коэффициент оборачиваемости счетов дебиторов *(Account receivable turnover)* 342
Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов *(Inventory turnover)* 342—343
Коэффициент "покрытия" *(Current ratio)* 341
Коэффициент "покрытия" постоянных выплат *(Fixed charge coverage)* 497—498
Коэффициент "покрытия" процентов *(Times interest earned)* 344
Коэффициент регрессии (фактор) "бета" *(Beta regression coefficient)* 811
Коэффициенты *(Ratios)*:
  анализ *(analysis of)* 340—341
  выплаты дивидендов *(payout)* 350—351
  деловой активности *(activity)* 342—343
  конверсии *(conversion)* 507
  "кратное балансовой стоимости" *(price-to-book value)* 351
  "кратное выручке за реализованную продукцию" *(price-to-sales — PSR)* 348—350
  "кратное прибыли" *(price/earnings — P/E)* 347—348, 364—367
  обыкновенных акций *(common stock)* 347—351
  операционный *(operating)* 345
  "покрытия" *(current)* 341
  политика постоянной доли в прибылях *(fixed payout)* 291—292
  постоянного соотношения *(variable)* 863, 864, 865
  финансовые *(financial)* 340—354
Коэффициенты деловой активности *(Activity ratios)* 342
Коэффициенты ликвидности обыкновенных акций *(Common stock ratios)* 347—351
Коэффициенты прибыльности *(Profitability measures)* 345—347
Краткосрочные инвестиции *(Short-term investments)* 14, 28—29, 168—183, 403
  виды *(types of)* 170—182
  выбор объекта инвестирования *(deciding among)* 182—183
  и взаимные фонды *(mutual funds and)* 680—681
  и процент *(interest and)* 159, 168—169
  и фьючерсы *(futures and)* 610—611
  недостатки *(disadvantages of)* 169—170
  преимущества *(advantages of)* 169—170
  риск *(risk of)* 169
"Кратное балансовой стоимости" *(Price-to-book value ratio)* 351
"Кратное выручке за реализованную продукцию" *(Price-to-sales ratio — PSR)* 348—350
Крах фондового рынка 19 октября 1987 г. *(Stockmarket crash October 19, 1987)* 56—57, 257—263, 606—607, 640—641, 766, 822
Кривая доходности (по облигациям) *(Yield curves, bond)* 454, 456, 457, 459, 460
Кривая рынка ценных бумаг *(Security market line — SML)* 238, 239, 240
Критерий семи премий *(Seven-pay net premium test)* 774
Кумулятивное голосование *(Cumulative voting)* 279
Кумулятивные привилегированные акции *(Cumulative preferred stocks)* 494
Купон *(Coupon)* 425, 469
Курс исполнения *(Exercise price)* 533, 535, 537, 550
Курс отзыва *(Call price)* 427
Курс предложения *(Ask price)* 50
Курс спроса *(Big price)* 50
Курсовые доходы (прирост капитала) *(Capital gains)* 160, 162, 164—165, 206—207, 210, 222, 257, 284, 421, 478, 501, 519, 587, 596, 619, 679, 749—750, 763
  и налоговый своп *(tax swap and)* 166
  и отсрочка уплаты налога *(tax deferral and)* 165, 166, 759—761
  нереализованные *(unrealized)* 165 *см. также* "Бумажная" прибыль *(See also Paper profits)*
  определение *(defined)* 29

Лайо Наполеон *(Lajoie, Napoleon)* 627
"Лестница" облигаций *(Bond ladder)* 476
Лизинг обрудования, партнерства *(Equipment leasing partnerships)* 780—783
Ликвидационная стоимость *(Liquidation value)* 281
Ликвидность *(Liquidity)*:
  и краткосрочные ценные бумаги *(short-term securities and)* 168—183

определение (*defined*) 167
показатели (*measures of*) 341
Ликвидность временного размещения (*Warehousing liquidity*) 28—29
Лимитный приказ (*Limit order*) 63—64, 866
Личная недвижимость (*Personal residence*) 702
Личное имущество (*Personal property*) 705
Личное финансовое планирование (*Personal financial planning*) 20—21, 126
"Лос-Анджелес таймс" (*Los Angeles Times, The*) 102

Максимальная ежедневная амплитуда колебаний цен (*Maximum daily price rande*) 596
Мантл Микки (*Mantle, Mickey*) 626, 627
Маржинальный счет (*Margin account*) 62, 71, 73—74, 78—79
"Маркет-мейкеры" (*Market makers*) 58, 63
Марковиц Гарри (*Markowitz, Harry*) 810
Материалы брокерских фирм (*Brokerage reports*) 113—117
Международная нефтяная биржа (*International Petroleum Exchange*) 49
Международные взаимные фонды (*International mutual funds*) 670, 674
Международный денежный рынок (*International Monetary Market — IMM*) 603
Межрыночная торговая система (*Intermarket trading system — ITS*) 47, 56
Месяц поставки по фьючерсам (*Delivery month, futures*) 586
Метод рыночных сравнений при оценке имущественных вложений (*Comparative sales approach, to property value*) 718
"Мини-интернат" (*Minidorms*) 712—713
Минимальная гарантированная ставка процента (*Minimum guaranteed interest rate*) 765
Министерство торговли США (*Department of Commerce, U.S.*) 321
Министерство труда США (*Department of Labor, U.S.*) 322
Младшие облигации (*Junior bonds*) 430
Модель оценки Грэхэма и Дотта (*Graham and Dodd model (of valuation)*) 371
Модель оценки доходности активов (*Capital asset pricing model — CAPM*) 235, 238—240, 372—373
Модель оценки стоимости акций с переменным темпом роста дивидендов (*Variable growth dividend valuation model*) 376
Модель оценки стоимости дивидендов (*Dividend valuation model*) 371—381
Муниципальные облигации (*Municipal bonds*) 435—440, 453
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 67
налогооблагаемые (*taxable*) 439
"Мьючуэл фанд вэльюз" (издание "Морнингстар") (*Mutual Fund Values — Morningstar*) 685
Мэйс Уилли (*Mays, Willie*) 626—627

Накопительный счет в страховании жизни (*Accumulation account in life insurance*) 149, 150
Наличный рынок (*Cash market*) 584
Налоги (*Taxes*):
доход, освобожденный от налога (*income excluded from*) 756—757
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 659
и дивиденды (*dividends and*) 283—284, 289
и категории дохода (*income categories and*) 162—164
и муниципальные облигации (*municipal bonds and*) 437—440
и план инвестиций (*investment plan and*) 160—167, 180
и привилегированные акции (*preferred stocks and*) 499
и прирост капитала (*capital gains and*) 162, 164—166
и собственность (*property and*) 161—162, 728—731, 735, 738—739, 756—757
налоговое планирование (*planning for*) 167
определение времени продажи инвестиционных активов (*in timing investment sales*) 868
основные источники налогообложения (*sources of*) 161—162
структура ставок (*rate structure for*) 162—166, 747—749
Налоговая среда объекта недвижимости (*Fiscal environment, real estate*) 712
Налоговое агентство США (*Internal Revenue Service — IRS*) 165, 192, 443, 712, 736, 747, 772
Налоговое планирование (*Tax planning*) 167, 748
Налоговый кредит (*Tax credits*) 753
Налоговый своп (*Tax swap*) 166, 478, 762—763
Налогооблагаемые "мьюниз" (*Taxable munis*) 440
Налогооблагаемый доход (*Taxable income*) 749—755
Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (*National Association of Securities Dealers — NASD*) 54—55, 58, 121—122
Национальная рыночная система в рамках NASDAQ (*NASDAQ/NMS*) (*Automated Quotation National Market System of NASDAQ/NMS*) 51, 73, 275
Национальная ассоциация объединений инвесторов (*National Association of Investors Corporation — NAIC*) 129
Не облагаемый налогом фонд денежного рынка (*Tax-exempt money funds*) 174—175
Не расположенный к риску инвестор (*Risk-averse investor*) 241
Недвижимость (*Real estate*) 33, 618, 702—741
доход (*return on*) 719—724, 728—733, 844—846
и анализ инвестиций (*investment analysis and*) 702—706, 724—728
и оценка (*market value appraisal and*) 717—719
и трансферт собственности (*property transfer process and*) 715—717, 728

схемы погашения ипотечной задолженности *(mortgage payment plans for)* 707—709
типы *(types of)* 702—703
управление имущественными вложениями *(property management and)* 712—713, 715
факторы, определяющие стоимость *(determinants of value of)* 706—724
Недиверсифицируемый риск *(Nondiversifiable risk)* 235, 801, 850
Незарегистрированные депозитарные свидетельства *(Unsponsored American Depositary Receipts — ADRs)* 48
Неконвертируемые выпуски облигаций *(Nonconvertible issues)* 490
Немедленный аннуитет *(Immediate annuity)* 764
Ненакапливаемый характер привилегированных акций *(Noncumulative preferred stock)* 494
Необеспеченные облигации *(Debentures)*:
второстепенные *(subordinated)* 431
конвертируемые *(convertible)* 505 *см. также* Конвертируемые ценные бумаги *(See also Convertible securities)*
Необеспеченный счет *(Undermargined account)* 74
"Непокрытая" позиция *(Short interest)* 388
Неполный лот *(Odd lot)* 63, 66, 274—275
определение *(defined)* 45—46, 274—275
ценные бумаги *(trading of)* 388—389
Непрерывное начисление процентов *(Continuous compounding of interest)* 213
Нераспределенная прибыль *(Retained earnings)* 285
Нереализованный прирост капитала *(Unrealized gains)* 165 *см. также* "Бумажная" прибыль *(See also Paper profit)*
Несистематический риск *(Unsystematic risk)* 235
Нижняя отметка *(Downtick)* 83
Номинальная стоимость *(Par value)* 279, 425, 458
Норма доходности активов *(Return on assets — ROA)* 346—347
Норма доходности, скорректированная с учетом риска и среднерыночных показателей *(Risk-adjusted, market-adjusted rate of return — RAR)* 849—850, 852, 856
Норма доходности собственного капитала *(Return on equity — ROE)* 346—347
Норма капитализации *(Capitalization rate)* 718
Норма чистой рентабельности *(Net profit margin)* 345, 364
"Нью-Йорк таймс" *(New York Times)* 104, 122, 177
Нью-Йоркская биржа кофе, сахара и какао *(New York Coffee, Sugar&Cocoa Exchange)* 49, 585
Нью-Йоркская товарная биржа *(New York Mercantile Exchange)* 49, 585
Нью-Йоркская фондовая биржа *(New York Stock Exchange — NYSE)*:
индекс *(index of)* 121, 267, 604, 840—841, 850
и приобретение ценных бумаг *(trading and)* 258—261
и фондовые брокеры *(stockbrokers and)* 46, 58
котировка *(quotations of)* 274—275
листинг *(listings on)* 45—46
объем *(volume on)* 44
основные члены *(member activities on)* 46
показатели облигаций *(bond statistics and)* 124
членство *(membership in)* 45
Нью-Йоркская фьючерсная биржа *(New York Futures Exchange — NYFE)* 49, 585, 603
Нью-Йоркская хлопковая биржа *(New York Cotton Exchange)* 49, 585, 586, 603

Облигации *(Bonds)* 11, 30, 41, 49, 78, 158, 159, 160, 420—479
"бросовые" *(junk)* 447—449
виды *(types of)* 431—449
доходность *(yields on)* 123, 266—267, 421—426, 439—440, 451—455, 456—465, 467—471, 474—475
институциональные *(institutional)* 441, 453
и процентные ставки *(interest rates and)* 159, 420—421, 452—456
и операционные издержки *(transaction costs and)* 465—466
и особые выпуски *(specialty issues and)* 441—449
казначейские *(treasury)* 432—433
как ценные бумаги с фиксированным доходом *(as fixed income securities)* 423
конвертируемые *(convertible)* 490, 505—511
корпоративные *(corporate)* 440—441, 453
котировки *(quotations on)* 458, 462—466
курс *(price of)* 457—460, 465—466, 471—472
муниципальные *(municipal)* 435—440, 453
налоги *(taxes of)* 437—440
определение *(defined)* 420, 423
проценты по ним *(interest on)* 425, 438
рейтинг *(rating of)* 449—452
с крупным дисконтом *(deep discount)* 761
сберегательные *(savings)* 28
свопы *(swaps of)* 477—479, 763
средние индикаторы/индексы *(averages/indexes and)* 122—123
срок погашения *(maturity date of)* 426
стоимость *(valuation of)* 467—473
стратегии инвестирования *(strategies for investing in)* 473—477
торговля *(trading in)* 477—480
устойчивость *(duration)* 474—475
федерального займа *(agency)* 433—434, 453
черты *(features of)* 423—431
экономические характеристики *(economic dimensions of)* 432
Облигации (вексель) с плавающей процентной ставкой *(Variable-rate note)* 442
Облигации и векселя Казначейства США *(Treasury bonds and notes)* 74, 179—181, 432—467, 574—575, 604
"расщепленные" облигации *(stripped)* 464—465

Облигации на предъявителя
(*Bearer bonds*) 431
Облигации, обеспеченные портфелем закладных
(*Collateralized mortgage obligations — CMO$_s$*) 446, 670
Облигации с дисконтом
(*Discount bonds*) 426, 453
Облигации с залогом недвижимости (*Mortgage bonds*) 429
Облигации с комбинированным залогом (*First and refunding bonds*) 429
Облигации с крупным дисконтом (*Deep discount bonds*)
761
Облигации с нулевым купоном
(*Zero-coupon bonds*) 442—444, 469—470
Облигации с премией (*Premium bonds*) 426, 453—455, 458, 460—461
Облигации с финансовым залогом (*Collateral trust bonds*)
429
Облигации типа "пут" (*Put bond*) 442
Облигации федеральных ведомств (*Agency bonds*) 433—434, 497, 756
Оборонительные акции
(*Defensive stocks*) 297
Оборотные активы (*Current assets*) 333
Оборотный капитал (*Working capital*) 333
Обратное дробление (*Reverse stock split*) 270
Обслуживание по телефонному звонку (*Phone switching privileges*) 645, 664, 667
Объем открытых позиций (*Open interest*) 594
Объем промышленного производства (*Industrial production, index of*) 317, 321
Объем рынка (*Market volume*)
387
Обыкновенная акция (*Common stock*) 185, 256
анализ (*analysis of*) 314—354
в сравнении с привилегированной (*preferred stock versus*)
486
виды (*types of*) 292—301
возможности использования
(*uses of*) 292—301
дивиденды (*dividends on*)
283—292
доходность (*return on*) 263, 264—267, 283
доходность на период владения (*holding period return — HPR on*) 376—377, 378, 841—842
и гипотеза случайных движений (*random walk hypothesis and*) 397
и индикаторы/индексы (*averages/indexes and*) 118—122
и инфляция (*inflation and*)
282—283
и конвертируемые ценные бумаги (*convertible securities and*) 509
и права и процедуры голосования (*voting rights and procedures and*) 278—279
и технический анализ (*technical analysis and*) 381—382
и цикл деловой активности
(*business cycle and*) 158—159
и эффективный рынок (*efficient market and*) 397—408
как ценная бумага корпорации (*as corporate security*)
267—272
классифицированные (*classified*) 271—272
определение (*defined*) 29
оценка (*valuation of*) 362—381
покупка и продажа (*buying and selling of*) 68—69, 76, 272—275, 304—306, 398—399
пригодность для инвестирования (*investment suitability of*)
263, 265—267
"пут" и "колл" (*puts and calls on*) *см.* "Пут" и "колл" опционы (*See Put and call options*)
стоимость (*value*) 279—282
трансакционные издержки
(*transaction costs of*) 65—67, 275—278
Обычный доход (*Ordinary income*) 749
Обязательный депозит (*Margin deposit*) 590
Обязательства (*Liabilities*) 333—334
Оговорка о рефинансировании
(*Refunding provision*) 428
Оговорка об образовании выкупного фонда (*Sinking fund provisions*) 428, 495
Оговорка об отзыве (*Call feature*):
облигаций (*bonds*) 426—427
отложенном (*deferred*) 427
привилегированных акций
(*preferred stock*) 495
Оговорка об отложенном отзыве
(*Deferred call feature*) 427
Ограниченный счет (*Restricted account*) 73
Однодневный приказ (*Day order*)
64, 866
Однократное поступление денежных средств (*Single cash flow*) 225—226, 229
Ожидаемый доход (*Expected return*) 208—209
Опекунский счет (*Custodial account*) 61
Операции с неполными лотами
(*Odd lot transactions*) 385
Операции с ценными бумагами на основе внутрифирменной информации (*Insider trading*)
25
Описательная информация
(*Descriptive information*) 96
Опцион без реальной ценности
(*Out-of-the-money option*)
557—558
Опцион на часть индекса (*Subindex option*) 572—573
Опцион с реальной ценностью
(*In-the-money option*) 557—558
Опционы (*Options*) 432
"без покрытия" (*naked*) 563
биржевые (*listed*) 547
валютные (*currency*) 576
выпуск (*writing of*) 563
и варранты (ордера) (*warrants and*) 31, 68, 78, 534
и "права" (*rights and*) 31
и процентные (*interest rates and*) 574
и спред (*spreading and*) 564
и фондовые индексы (*stock index and*) 566
и фьючерсы (*futures and*) 602
на фьючерсные контракты
(*futures options*) 615
отраслевые (*industry*) 572
премия (*premium*) 551
"пут" и "колл" (*put and call*)
31, 532 *см.* "Пут" и "колл" опционы (*See Put and call options*)
"с покрытием" (*covered*) 564
стандартные (*conventional*)
547
с хеджированием (*hedging with*)
560
Опционы "без покрытия"
(*Naked options*) 563—564
Опционы на долевые ценные бумаги (*Equity options*)
550—554

Опционы на фондовые индексы (*Stock index options*) 566—571
Опционы "с покрытием" (*Covered options*) 564, 565
Освобождение от налога (*Exemptions, tax*) 752
Особые выпуски (*Specialty issues*) 441—449
Остаточное владение (*Residual ownership*) 256
Отзывная премия (*Call premium*) 427
Открытое размещение (*Public offering*) 268, 269
Открытый аукцион (*Open outcry auction*) 586
Отложенные аннуитеты (*Deferred annyities*) 763—775
Отложенный аннуитет с единовременным взносом (*Single-premium deferred annuities — SPDAs*) 763, 764, 766, 769, 770, 773—775
Относительный показатель "кратное прибыли" (*Relative price/earnings multiple*) 365—367
Отраслевая информация (*Industry information*) 328—331
Отраслевой анализ (*Industry analysis*) 325—331
"Отраслевые" взаимные фонды (*Sector mutual funds*) 673
Отраслевые опционы (*Industry options*) 572—574
Отрицательная корреляция (*Negative correlation*) 810—811
"Отрицательный рычаг" (*Negative leverage*) 721—722
Отрицательный текущий доход (*Negative current income*) 222
Отсроченные обыкновенные акции (*Deferred equity securities*) 268, 518—519 *см. также* Конвертируемые ценные бумаги (*See also Convertible securities*), Варранты (*Warrants*)
Отсрочка уплаты налога (*Tax deferral*) 165—167, 754, 757—762
Отчет компании перед акционерами (*Stockholders' reports*) 105—106
Отчет о движении денежных средств (*Statement of cash flows*) 337, 339
Отчет о прибылях и убытках (*Income statement*) 336—337, 729
Отчет об изменениях в акционерном капитале (*Statement of changes in stockholders' equity*) 338—340
Оценка недвижимости (*Appraisal, real estate*) 717
Оценка стоимости (*Valuation*) 20, 369—371
модели (*models of*) 371—380
прогноз (*forecasts of*) 363—369
Оценка стоимости акций (*Stock valuation*) 362—381
и анализ компаний (*company analysis and*) 362—369
и принятие решения об инвестировании (*investment decision and*) 380—381
логика (*framework for*) 369—381
модели (*models of*) 371—381

Падающий рынок (рынок "медведей") (*Bear market*) 56—57, 119, 422
Паевой трастовый инвестиционный фонд (*Unit investment trust — UIT*) 651, 656—657
Партнерства (*Partnerships*):
полное (*general*) 776
с ограниченной ответственностью (*limited*) 11, 33, 733, 736—737, 775—779
Партнерства с ограниченной ответственностью (*Limited partnerships — LPs*) 11, 775
инвестиции в разработку энергоресурсов (*energy-related*) 779—783
лизинг оборудования (*equipment leasing*) 780—783
операции с недвижимостью (*real estate — RELP*) 733, 738—740, 779
публичные (*public*) 783—784
частные (*private*) 783, 786—787
Партнерства собственнической ориентации (*Equity partnerships*) 738
Партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью (*Real Estate Limited Partnership — RELP*) 733, 738—740, 779
Пассивная деятельность (*Passive activity*) 775
Пенсионная программа, предусматривающая взносы (*Contributory retirement plan*) 190
Пенсионные программы (*Retirement programs*) 189—196
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 678—679
индивидуальные (*Individual Retirement Accounts — IRAs*) 33, 189, 193—196, 444, 640, 678—679, 750, 754, 770—771
и отложенный аннуитет (*deferred annuities and*) 770—771
пенсионные фонды (*pension funds*) 17, 51
план Кеога (*Keogh plans*) 189, 192—193, 194, 196, 678—679, 750, 770
план сокращения жалованья (*401 (K) deferred compensation plans*) 191—192
Пенсионные программы с отсрочкой налогов (*Tax-deferred retirement plans*) *см.* Пенсионные программы (*See Retirement programs*)
Пенсионные программы, финансируемые работодателем (*Employer-sponsored retirement plans*) 190—191
Пенсионные средства (*Retirement*):
инвестиционный портфель (*investment portfolio for*) 184—188
планирование (*planning for*) 145, 156, 184—197
Пенсионные фонды (*Pension funds*) 17, 51
Первичные рынки (*Primary market*) 41—44
Первоначальный взнос (*Initial margin*) 72
Первоначальный депозит (*Initial deposit*) 591—592
Первостепенный тренд (*Primary trend*) 383
Переоценка позиции в соответствии с текущими рыночными ценами (*Mark-to-the-market*) 591—592
Перестраховка (*Whipsawing*) 867
Период владения (*Holding period*) 222
Период накопления (*Accumulation period*) 765
Период распределения (*Distribution period*) 765

Персональные компьютеры *(Personal computers — PCs)* 22—23, 129—130, 860—861
"Перспективы недвижимости" *(Real Estate Perspectives)* 734—735
"Плавающий" аннуитет *(Variable annuities)* 771—772, 773
План Кеога *(Keogh plan)* 189, 192—193, 194, 196, 679, 737, 770
План переменного соотношения *(Variable ratio plan)* 864—865
План постоянного соотношения *(Constant ratio plan)* 863—864
План постоянной суммы *(Constant dollar plan)* 861—863
Планы на базе формул *(Formula plans)* 861
Плата за выкуп *(Redemption fee)* 661
Плата за управление *(Management fee)* 645, 659 *см. также* Трансакционные издержки *(See also Transaction costs)*
Плата по формуле (12*(b)* —1) (12*(b) fee)* 655, 658—659, 661—662
"Победа на Уолл-стрите" *(Winning on Wall Street (Zweig))* 858
Поворотные моменты *(Market timing)* 157
Поглощения и выкуп компании *(Takeovers and buyouts)* 404—408
Поглощения и слияния *(Mergers and takeovers)* 405—406
Поддерживаемый взнос, или маржа *(Maintenance margin)* 73, 591
Подтверждение *(Confirmation)* 383
Пожизненное страхование *(Whole life insurance)* 148—149
Показатели экономические *(Indicators, economic)* 321—322
Показатель доходности за период владения *(Holding period return — HPR)* 223, 841, 842
Политика постоянной доли в прибылях *(Fixed payout ratio)* 291—292
Полное партнерство *(General partnership)* 776
Полный лот *(Round lot)* 46, 63, 66, 275—276
"Полный" партнер *(General partner)* 777
Положительная корреляция *(Positive correlation)* 810
"Положительный рычаг" *(Positive leverage)* 721
Поправки к Закону о ценных бумагах от 1975 г. *(Securities Acts Amendments of 1975)* 56, 65
Портфель *(Portfolio)* 10, 161, 800
  диверсификация *(diversification within)* 21,156, 184, 800—801, 804—805, 814
  и "риск — доходность" *(risk-return and)* 802—803
  обновление *(revision of)* 857—860
  определение времени совершения сделок *(timing transactions in)* 860—869
  управление *(management of)* 22, 800—831
  формирование *(creation of)* 21, 815—822
  цели *(objectives of)* 800—802
Портфель, ориентированный на доход *(Income-oriented portfolio)* 800
Портфель, ориентированный на рост *(Growth-oriented portfolio)* 800
Поставщик опциона *(Option maker/writer)* 545
Постатейные вычеты *(Itemized deductions)* 752
Построение графиков *(Charting)* 391—395
Поток денежных средств *(Cash flow)*:
  дисконтированный *(discounted)* 723—724
  и недвижимость *(real estate and)* 723
  и партнерство с ограниченной ответственностью *(limited partnership and)* 778—779
  однократный *(single)* 225—226, 229
  отчет *(statement)* 339
  чистый *(after-tax)* 722—723, 729—730
Поток дохода *(Stream of income)* 218—219, 226—227, 229—230
"Права" *(Rights)* 31, 532—533 *см. также* Опционы *(See also Options)*
Права собственности *(Property rights)* 705
Правило пригодности *(Suitability rule)* 788
"Право голоса" *(Voting rights, stockholder)* 278—279
Право на конверсию (обмен) *(Exchange privileges)* 677—678
Правовая среда объекта недвижимости *(Legal environment of real estate)* 711
"Прайм-рейт" *(Prime rate)* 68
Предельная ставка налога *(Marginal tax rate)* 753
Предложение недвижимости *(Supply, real estate)* 707, 710, 727
Предложение прав на акции *(Rights offering)* 268, 532
Предметы коллекционирования *(Collectibles)* 619, 624—628
Преимущественное право *(Preemptive right)* 532
Премии *(Premiums)*:
  инвестиционная *(investment)* 557
  конверсионная *(conversion)* 511, 512—515, 517
  опционная *(option)* 551
  премия на варрант *(warrant)* 538—539
  страховая *(insurance)* 146, 148, 151
Преференциальные привилегированные акции *(Prior preferred stock)* 491, 493
Приблизительная доходность *(Approximate yield)* 228—229, 380, 468—470, 694, 724, 732, 841
Прибыль на акцию *(Earnings per share — EPS)* 284, 347—348
  прогнозы *(forecasts)* 364—367
Прибыль от "построения пирамиды" *(Pyramiding profits)* 77—78, 79, 85
Приведенная стоимость *(Present value)* 216—218, 219—220
Привилегированная акция с участием *(Participating preferred stock)* 494, 503—504
Привилегированные акции *(Preferred stocks)* 30, 68,71—72, 159, 160, 372, 486—505
  доходность *(yields on)* 487—489, 495—497, 499
  доходность за период владения *(holding period return (HPR) on)* 841—843

инвестиционные стратегии *(investment strategies for)* 499—505
и риски *(risk and)* 490
и рыночная процентная ставка *(interest rates and)* 489, 500—502
и ставки налогов *(tax rates and)* 499
как гибридные ценные бумаги *(as hybrid securities)* 486
определение *(defined)* 486
основные характеристики *(features of)* 491—495
по сравнению с облигациями *(bonds versus)* 489, 501
преимущества и недостатки для инвестирования *(investment suitability of)* 487—489
рейтинги *(ratings of)* 489, 502
стоимость *(value of)* 489—490, 495—498
трансакционные издержки *(transaction costs of)* 490—491
цены *(prices of)* 489—490, 492
см. также Конвертируемые ценные бумаги *(See also Convertible securities)*, Облигации с премией *(Premium bonds)*
Привилегированные акции с плавающей ставкой дивидендов *(Floating rate preferreds)* 493
Приказ "прекратить убытки" *(Stop-loss order)* 64—65, 867
Приказ "стоп-лимит" *(Stop-limit order)* 65
Приказ типа *GTC* ("открытый приказ") *(Good-'til-canceled (GTC) order)* 64, 866
Примечание М *(Subchapter M)* 648
Приносящая доход недвижимость *(Income property)* 702
Принцип замещения *(Principle of substitution)* 710
Прирост капитала *(Price appreciation)* 778
Прирост стоимости *(Increase in value)* 19
Проблемные инвестиции *(Problem investments)* 849
Пробный проспект ("красная рыба") *(Red herring)* 54
Прогноз финансовых показателей компании *(Forecast procedure, of companies)* 363—369
Программа автоматического реинвестирования *(Automatic reinvestment plan)* 675—676
Программа, не предусматривающая взносов *(Noncontributory plan)* 190
Программа регулярного снятия денег со счета *(Systematic withdrawal plan)* 676—677
Программа с установленным пособием *(Defined benefit plan)* 191
Программа с установленными взносами *(Defined contribution plan)* 191
Программная торговля *(Program trading)* 132, 403—404, 604—605, 860
Программное обеспечение, компьютеры *(Software, computer)* 22—23, 129—137
"Программы дохода" нефти и газа *(Income programs (oil and gas))* 780
"Программы разведки" нефти и газа *(Exploratory programs oil and gas)* 780
"Программы разработки" нефти и газа *(Developmental programs, oil and gas)* 779—780
Программы реинвестирования дивидендов *(Dividend reinvestment plans — DRPs)* 289
Продажа "без покрытия" *(Short selling)* 71
определение *(defined)* 78
основы *(essentials of)* 78—82
тактика *(uses of)* 84—88
техника *(procedures for)* 82—83
Продажа "без покрытия" "против сейфа" *(Shorting-against-the-box)* 87—88, 757
Продажа опциона "колл" на ваши акции *(Deep-in-the-money call option)* 758—759
Произведения искусства как объект инвестирования *(Artwork, as investment)* 625
Пролонгированные облигации (векселя) *(Extendable notes)* 442
Промышленная средняя Доу Джонса *(Dow Jones Industrial Average — DJIA)* 56—57, 119—120, 383—384, 567, 607, 840
"Пропуск на выход" *(Back-end load)* 655, 659
Проспект эмиссии *(Prospectus)* 53—54, 113, 116, 663, 784
Простой аннуитет *(Straight annuity)* 768
Простые проценты *(Simple interest)* 211
Проценты *(Interest)*:
и будущая стоимость *(future value and)* 216
и дисконтный доход *(discount basis and)* 168
и краткосрочные ценные бумаги *(short-term securities and)* 168—169
и облигации *(bonds and)* 159, 423—426, 438
и приведенная стоимость *(present value and)* 217—218, 218—219, 220—221
и фондовая покупка в кредит *(margin trading and)* 67—68, 70
сложные *(compound)* 211—215, 227—228
см. также Доход *(See also Return)*
Прямая инвестиция *(Direct investment)* 11
Психографические характеристики *(Psychographics)* 707
Пулы товарного фьючерса *(Commodity pools)* 601
"Пут" (опцион) *(Put)* 544—545
"Пут" и "колл" опционы *(Put and call options)* 31—32, 49, 78, 543—577
выпуск *(writing)* 563—564
доходность *(yields on)* 555—558
и акции *(stocks and)* 549—554
и валютные опционы *(currency options and)* 576—577
и индексы акций *(stock indexes and)* 612—614
и опционы на фьючерсы *(futures options and)* 615
и спред *(spreading and)* 564—566
определение *(defined)* 544
"продавец против покупателя" *(market versus purchaser of)* 545
рынки *(markets for)* 547—549
торговля *(trading in)* 545—546, 552—554, 558—566
трансакционные издержки *(transactions costs of)* 552—554
ценность (стоимость) *(value of)* 545—546, 554—558
см. также Опционы *(See also Options)*

Размещение с гибкими весами (*Flexible weightings*) 819—820
Размещение с фиксированной структурой портфеля (*Fixed weightings*) 819
Распределение курсовых доходов (*Capital gains distribution*) 691
Растущий рынок (рынок "быков") (*Bull market*) 56—57, 119, 421—423
Расходы крупные (*Expenditures major*) 145
Расчетная цена (*Settle price*) 594
"Расщепленные" облигации (*Stripped treasury bonds*) 465
"Расщепленный" рейтинг (*Split ratings*) 451
Реализованная доходность (*Realized yield*) 470—471, 472
Реализованный доход (*Realized return*) 222
Реализованный прирост капитала (*Realized gain*) 165
Реальное личное имущество (*Tangible personal property*) 10—11
Реальные активы (*Real property*) 11, 617
Реверсия (*Reversion*) 844
Региональные биржи (*Regional stock exchanges*) 44, 47, 48
Регулирование прожиточного минимума (*Cost-of-living adjustments — COLAs*) 189—190
Регулируемые инвестиционные компании (*Regulated investment companies*) 659
Регулярные привилегированные акции (*Regular preferred stock*) 491
Резерв ликвидных средств (*Liquidity reserves*) 28
Рейтинг акций аналитических агентов (*Agency rating*) 498, 502
Рейтинг облигаций (*Bonds rating*) 449—451
Рейтинги (*Ratings*):
облигаций (*bond*) 449—452
привилегированных акций (*preferred stocks*) 498—499
"расщепленный" (*split*) 451
Реорганизационные дивиденды (*Spinoff dividend*) 287
Риск (*Risk*):
высокий и низкий (*low & high*) 10, 14
действительный (*relevant*) 802
деловой (*business*) 232
и аннуитеты (*annuities and*) 771
и взаимные фонды (*mutual funds and*) 695
и диверсификация (*diversification and*) 233—234, 800—802, 811—812
и доход (*return and*) 230—243, 703, 813, 848—849
и инвестиционный портфель (*investment portfolio and*) 800—802
и конвертируемые ценные бумаги (*convertible securities and*) 510—511
и краткосрочные инвестиции (*short-term investments and*) 169
и материальные активы (*tangibles and*) 618
и модель оценки доходности активов (*capital asset pricing model — CAPM and*) 235, 238—240
и недвижимость (*real estate and*) 703, 722
и партнерства с ограниченной ответственностью (*limited partnerships and*) 785, 788
и привилегированные акции (*preferred stock and*) 490
и торговля товарами (*commodities and*) 601—602
и фактор "бета" (*beta and*) 235—240
и финансовые фьючерсы (*financial futures and*) 612
измерение (*measures of*) 235—240
источники (*sources of*) 230, 232—235
ликвидности (*liquidity*) 233—234
невыполнения обязательств по выпущенным ценным бумагам (*default*) 452, 474—475
несистематический (*unsystematic*) 235
определение (*defined*) 230
оценка (*evaluating*) 240—243
связанный с покупательной способностью (*purchasing power*) 232—233
систематический (*systematic*) 235
"случайный" (*event*) 234—235, 467
совокупный (*total*) 802
реинвестиционный (*reinvestment*) 474—475
рыночный (*market*) 234, 452
финансовый (*financial*) 232
Риск в страховании (*Risk insurance*) 146
Риск ликвидности (*Liquidity risk*) 233—234
Риск, связанный с покупательной способностью (*Purchasing power risk*) 232—233
Рут Бэйб (*Ruth, Babe*) 627
Рынки ценных бумаг (*Securities markets*):
анализ (*analysis of*) 381—388
виды (*types of*) 41—44
изменения (*changes in*) 401—408
определение (*defined*) 41
регламентация (*regulation of*) 51—56
ситуация (*conditions in*) 56—57
см. также Внебиржевой рынок (*See also Over-the-counter market*); Фондовые биржи (*Securities exchanges*)
Рынок акций (*Stockmarket*) *см.* Рынок ценных бумаг (*Securities market*)
Рынок капиталов (*Capital market*) 15, 41
вторичный (*secondary*) 44
первичный (*primary*) 41—42, 44
см. также Внебиржевой рынок (*See also Over-the-counter market*); Фондовые биржи (*Securities exchanges*)
Рыночная доходность (*Market return*) 236
Рыночная стоимость (*Market value*) 281
Рыночная цена (*Market price*) 15, 537
Рыночные индексы (*Market indexes*) 118—125
Рыночные индикаторы (*Market averages*) 118—125
Рыночный приказ (*Market order*) 63—64, 865—867
Рыночный риск (*Market risk*) 234, 452

"С правами" (*Rights-on*) 533
Самоуправляемые пенсионные программы (*Self-directed retirement programs*) 192—197
Сберегательная программа (*Savings plans*) 674—675
Сберегательные облигации (*Savings bonds*) 28

Сберегательные облигации серии *EE (Series EE savings bonds)* 28, 180—182
Сберегательные облигации серии *HH (Series HH savings bonds)* 180
Сберегательные счета *(Savings accounts)* 170—171, 182, 210, 213
Сберегательные счета с банковской расчетной книжкой *(Passbook savings account)* 170—171
Свободно отзываемая облигация *(Freely callable bond)* 427
Свободный, или дискреционный, счет *(Discretionary account)* 62
Сводный индекс "Вэлью Лайн" *(Value Line composite average)* 122
Свойство конвертируемости *(Conversion feature)* 491
Своп *(Swap)*:
налоговый *(tax)* 166, 478, 762—763
с замещением для повышения доходности *(yield pickup)* 477—478
с облигациями *(bond)* 477—479, 763
Своп с замещением для повышения доходности *(Yield pickup swap)* 478
Сделки с ценными бумагами *(Securities transactions)* 57—88
виды приказов брокерам *(order types)* 63—65, 67—88
и "длинная" покупка *(long purchase and)* 67
и продажа "без покрытия" *(short selling and)* 78—88
и фондовая покупка в кредит *(margin trading and)* 67—78
см. также Трансакционные издержки *(See also Transaction costs)*
Секции первичного открытого (публичного) размещения *(Initial public offering — IPO)* 300
Секьюритизация *(Securitization)* 447
Семейство фондов *(Fund families)* 677
Серебро как объект инвестирования *(Silver, as investment)* 619, 620—623
Серийные облигации *(Serial bonds)* 426, 441
Сертификат аннуитета *(Certificate of annuity)* 766—767
Сертификаты депозитные *(Certificate of deposit — CDs)* 161, 170, 176—177, 178, 182, 767
Сертификаты под закупку оборудования *(Equipment trust certificates)* 429, 441
Сертификаты участия *(Participation certificates)* 444
Символы тиккеров *(Ticker symbols)* 117, 118
"Синдикат одного объекта" *(Single-property syndicate)* 738, 779
Синдикаты *(Syndicates)* 42, 738—739, 776, 779 *см. также* Партнерства с ограниченной ответственностью *(See also Limited partnerships)*
Система автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг *(National Association of Securities Dealers Automated Quotation — NASDAQ)* 50
Система ценовых индексов *(Index price system)* 610
Систематический риск *(Systematic risk)* 235
Скорректированный валовой доход *(Adjusted gross income)* 751
Скупка собственных акций *(Buy backs)* 270
"Слепой пул" *(Blind pool syndicate)* 738, 739
Сложные проценты *(Compound interest)* 211—215, 227—228
Службы новостей и поиска *(News/retrieval systems)* 133—137
Случайная диверсификация *(Random diversification)* 21
Случайный риск *(Event risk)* 234—235, 467
Смешанный поток доходов *(Mixed stream of returns)* 218—219
Собственный акционерный капитал *(Equity capital)* 267
Совместная диверсификация инвестиций *(Pooled diversification)* 642, 646
Совместные предприятия *(Joint ventures)* 776 *см. также* Партнерства с ограниченной ответственностью *(See also Limited partnerships)*
Совокупный доход *(Total return)* 207, 422, 841
Совокупный рынок *(Total risk)* 801—802
Современная портфельная теория *(Modern portfolio theory — MPT)* 806, 810, 814, 822—823 *см. также* Портфель *(See also Portfolio)*
Сокращенные названия эмитентов *(Stock symbol)* 274
Социально ориентированные взаимные фонды *(Socially conscious mutual funds)* 673
Социально-экономическая среда *(Socioeconomic environment)* 711
Социальное обеспечение *(Social Security)* 189—190
Спекулятивная недвижимость *(Speculative properties)* 702—703
Спекуляция *(Speculation)* 31—32
и взаимные фонды *(mutual funds and)* 680—681
и краткосрочные инвестиции *(short-term investments and)* 305—306
и на изменении уровня надежности выпуска *(turnarounds and)* 502—503
и опционы *(options and)* 558—560
и продажа "без покрытия" *(short selling and)* 86—87
и фьючерсы *(futures and)* 587, 590, 591—592, 597—599, 611—612
определение *(defined)* 14
Специалист по финансовому планированию *(Financial planner)* 126
"Специалисты" *(Specialists)* 46, 47, 63
Справедливый курс *(Justified price)* 378—379
Спред доходности ценных бумаг *(Yield spreads)* 452, 478
Спрос на недвижимость *(Demand, real estate)* 706—707, 726—727
Среда обитания и недвижимость *(Environment and real estate)* 711—712
Средние индикаторы *(Averages)* 119—124
акций *(stocks)* 119—122
облигаций *(bonds)* 122—123
рынка *(market)* 119
Средний мультипликатор рынка *(Average market multiple)* 365

Средняя ставка налога (*Average tax rate*) 753
Средства, "принадлежащие по праву" (*Vested rights*) 190
Срок до погашения (*Term to maturity*) 426
Срок погашения (*Maturity date*) 426
Сроки (даты) выплаты дивидендов (*Payment date*) 285—286
Срочная потребность в денежных средствах (*Liquidity needs*) 29
Срочные облигации (*Term bond*) 426
Ссудосберегательные ассоциации (*Savings & loan associations*) 15
Ставка дисконта (*Discount rate*) 216
Ставка процента по федеральным резервным фондам (*Federal funds rate*) 318
Стандартные выплаты дивидендов (*Regular dividends*) 290—291
Стандартные опционы (*Conventional options*) 547
Старшие облигации (*Senior bonds*) 429
Старшие привилегированные акции (*Senior preferred stock*) 493, 494
Стоимость в наличных деньгах полиса страхования жизни (*Cash value, of life insurance policy*) 148—149
Стоимость денег во времени (*Time value of money*) 210
Стратегии инвестирования (*Investment strategies*) 301—306
Стратегические металлы как объект инвестиций (*Strategic metals, as investment*) 619, 623—624
Стратегические приобретения (*Strategic acquisitions*) 406—407
Стратегия высокого дохода инвестиций (*High income investment strategy*) 304
Стратегия долгосрочного роста качества инвестиций (*Long-term growth investment strategy*) 304
Страхование (*Insurance*) 146—153 *см. также* Страхование жизни (*See also Life insurance*)
Страхование жизни (*Life insurance*) 146—155
виды (*types of*) 147—152
ипотека (*mortgage*) 147—148
основы (*fundamentals of*) 146
оценка потребностей (*amount to buy*) 152—155
полис с единовременным взносом (*single-premium — SPLI*) 149, 773—775
с переменной страховой суммой (*variable*) 151—152, 154, 775
страховые компании (*companies providing*) 17—18, 52, 146
Страхование жизни на определенный срок (*Term life insurance*) 147—148, 151, 154, 155
Страхование жизни с переменной страховой суммой (*Variable life insurance*) 151—152, 153, 774
Страхование жизни с уплатой разового взноса (*Single-premium life insurance — SPLI*) 149, 773—775
Страхование жизни с учетом ипотечной задолженности страхователя (*Mortgage life insurance*) 148
Страхование жизни с учетом финансовых обязательств страхователя (*Credit life insurance*) 148
Страховой полис (*Insurance policy*) 146
"Стреддл" с опционами (*Option straddle*) 566
Сумма погашения (*Principal, bond*) 423—426
Схема размещения активов (*Asset allocation scheme*) 815—822
Счет управления наличностью (*Cash Management Account — CMA*) 23, 175
Счет, открытый в брокерской фирме (*Brokerage account*) 61
Счет-пакет (*Wrap account*) 62
Счета НАУ (*Negotiated order of withdrawal — NOW*) 28, 171, 172, 175, 182—183, 868

Тактический метод размещения активов (*Tactical asset allocation*) 820
Текущая доходность (*Current yield*) 460, 464, 468
Текущая доходность акции (*Dividend yield*) 288—289, 350, 496—497
Текущая ставка процента по контракту об аннуитете (*Current interest rate for annuities*) 764
Текущий доход (*Current income*) 19, 144—145, 161, 206
"Теннеси вэлли асорити" (*Tennessee Valley Aythority — TVA*) 433, 449
Теория Доу (*Dow theory*) 383—385
Теория "противоположного мнения" (*Contrary opinion, theory of*) 389
Тест Фарли (*Farley test*) 230
Технический анализ (*Technical analysis*) 381—397
и гипотеза случайных движений (*random walk hypothesis and*) 397—401
и измерение рынка (*market measurement and*) 382—389
и концепция эффективного рынка капиталов (*efficient market and*) 397—408
и построение графиков (*charting and*) 391—395
и технические индикаторы (*technical indicators and*) 385—389
использование (*using*) 389—391
определение (*defined*) 382
подходы (*approaches to*) 383—388
принципы (*principles of*) 382
Тихоокеанская фондовая биржа (*Pacific Stock Exchange*) 44, 47, 48, 49, 548
Товарная биржа Виннипега (*Winnipeg Commodities Exchange*) 49, 586
Товарная биржа Нью-Йорка (*Commodity Exchange of New York*) 585
Товарная биржа Средней Америки (*Mid-America Commodity Exchange*) 49
Товарные фьючерсы (*Commodity futures*) 32, 68, 71, 592, 596
группы (*classes*) 593
доходность за период владения (*holding period return — HPR*) 596—597
и игра на спреде (*spreading and*) 599—600
и спекуляция (*speculating and*) 599
и хеджирование (*hedging and*) 600—601
инвестирование (*investing in*) 601—602

контракты *(contracts for)* 593—594
риски *(risks of)* 601—602
характеристики *(characteristics)* 593—597
цены *(prices of)* 594—596
Точечные и цифровые графики *(Point-and-figure charts)* 392—394
Традиционный подход к управлению портфелем *(Traditional portfolio management)* 806—810, 813—814 *см. также* Портфель *(See also Portfolio)*
Трансакционные издержки *(Transaction costs)* 65—67, 71
и аннуитеты *(annuities and)* 768—769
и взаимные фонды *(mutual funds and)* 651, 653, 654, 655, 659—662
и конвертируемые ценные бумаги *(convertible securities and)* 512
и облигации *(bonds and)* 466
и опционы *(options and)* 454—455, 552—554
и привилегированные акции *(preferred stock and)* 490—491
и простые акции *(common stock and)* 275—278
и фьючерсы *(futures and)* 590
Трастовые инвестиционные фонды управления недвижимостью *(Real Estate Investment Trust — REIT)* 733—738
Трастовый инвестиционный риэлторский фонд *(Real Estate Investment Trust — REIT)* 736
Трастовый инвестиционный риэлторский фонд ипотечного кредитования *(Mortgage real estate investment trusts — mortgage REITs)* 737
Трастовый инвестиционный фонд *(Investment trust)* 651
управления недвижимостью *(real estate — REIT)* 733—738
Трастовый инвестиционный фонд управления недвижимостью *(Equity real estate investment trusts)* 736—738
Трастовый инвестиционный фонд управления недвижимостью смешанного типа *(Hybrid real estate investment trusts)* 736—737
Требование дополнительного обеспечения *(Margin call)* 74, 591
Требуемая норма доходности *(Required rate of return)* 377—378
“Третий” рынок *(Third market)* 51

Уведомление о предложении нового выпуска ценных бумаг *(Offering announcement circular)* 43, 783
Удобство объекта недвижимости *(Convenience, real estate and)* 711
Уклонение от налогов *(Tax evasion)* 754
Улучшения объекта недвижимости *(Improvements, real estate)* 714—715
Универсальное страхование жизни *(Universal life insurance)* 149—151, 153
“Уолл-стрит джорнэл” *(Wall Street Journal)* 22, 27, 102, 118, 119, 122, 123, 124, 173, 177, 180, 273, 685, 839
“Уолл-стрит транскрипт” *(Wall Street Transcript)* 104
“Уолл-стрит уик” *(Wall Street Week)* 22
Управление по социальному обеспечению *(Social Security Administration — SSA)* 189
Управляемый счет *(Central asset account)* 175, 182
Управляющая программа компании “Доу Джонс” *PLUS 2,0™ (Dow Jones Market Manager Plus 2,0™)* 133
Управляющие счетами клиентов *(Account executives) см.* Фондовые брокеры *(See Stockbrokers)*
Упрощенная пенсионная программа *(Simplified Employee Pension Plan — SEP-IRA)* 193
Ускоренная конверсия *(Forced conversion)* 507
Условия изъятия денег *(Withdrawal provisions, of annuities)* 768
Усреднение издержек *(Dollar cost averaging)* 861
Устойчивость *(Duration)* 474—475
Уход от налогов *(Tax avoidance)* 754
Участие в капитале, или долевое вложение *(Equity)* 11, 72, 75, 77, 83, 86, 333, 334—336
Уэйс Джеральдин *(Weiss, Geraldine)* 375

“Файнэншнл уорлд” *(Financial World)* 104
Фактор “бета” *(Beta)* 235, 236—239, 811—814
“Федерал хоум лоан бэнк” *(Federal Home Loan Bank)* 434
Федеральная национальная ипотечная ассоциация *(Federal National Mortgage Association)* 175
Федеральная резервная система *(Federal Reserve Board)* 68, 72, 123, 209, 318—319, 321, 840
Федеральный резервный банк *(Federal Reserve Bank)* 179, 318—319
Федеральный финансирующий банк *(Federal Financing Bank)* 433
Фиксированные комиссионные *(Fixed commission schedule)* 65 *см. также* Трансакционные издержки *(See also Transaction costs)*
Фиксированный аннуитет *(Fixed annuity)* 771
Фиктивная продажа *(Wash sales)* 165, 763
Филадельфийская товарная биржа *(Philadelphia Board of Trade)* 49
Филадельфийская фондовая биржа *(Philadelphia Stock Exchange)* 44, 47, 48, 548, 567, 573, 576, 577
Финансовая глобализация *(Financial globalization)* 24—25
Финансовая отчетность *(Financial statements)* 332—340
Финансовое планирование *(Financial planning)* 20, 126
Финансовые активы *(Financial assets)* 617
Финансовые журналы *(Financial journals)* 102, 104—105
Финансовые институты *(Financial institutions)* 15—17
Финансовые коэффициенты *(Financial ratios)* 340—341
виды *(types)* 341—351
интерпретация *(interpreting)* 351—354

Финансовые причины (*Financially-motivated acquisitions*) 406
Финансовые рынки (*Financial markets*) 15—16, 24—25
Финансовые супермаркеты (*Financial supermarkets*) 23—24
Финансовые фьючерсы (*Financial futures*) 68, 602—616
активность торговли (*trading activity of*) 602—603
доходность (*yield on*) 610—611
и иностранные валюты (*foreigh currencies and*) 603
и фондовый индекс (*stock index and*) 604—605, 612—614
контракты (*contracts*) 605
на опционы (*on options*) 614—616
рынок (*market*) 602—611
спекуляция (*speculating in*) 611—612
хеджирование (*hedging*) 611
цены (*prices*) 610—611
Финансовый менеджер (*Money manager*) 62
Финансовый риск (*Financial risk*) 232, 452, 475
Фонд размещения активов (*Asset allocation fund*) 820—821
Фондовая биржа Среднего Запада (*Midwest Stock Exchange*) 47—48
Фондовые биржи (*Securities exchanges*) 44—49 *см. также* Внебиржевой рынок (*See also Over-the-counter market*); Рынки ценных бумаг (*Securities markets*)
Фондовые брокеры (*Stockbrokers*) 45—47, 58—63, 126
выбор (*selecting*) 60, 80—81
и фондовая покупка в кредит (*margin trading and*) 71
издержки (*costs of*) 65—66 *см. также* Трансакционные издержки (*See also Transaction costs*)
определение (*defined*) 58
регулирование отношений с ними (*regulation of*) 59—60
счета (*accounts with*) 61—63
услуги (*services of*) 58—59, 61—65, 126—127
Фондовые покупки в кредит (*Margin trading*) 62, 67—78
доходность (*yields on*) 75—76
и продажи "без покрытия" (*short selling and*) 84—88
недостатки (*disadvantages of*) 70—71
определение (*defined*) 67—68
осуществление (*executing*) 71—74
преимущества (*advantages of*) 70—71
принципы (*essentials of*) 68—71
тактика (*uses of*) 76—78
требования (*requirements for*) 67—68, 71—74
уравнение (*formula for*) 74—75
фьючерсы (*futures and*) 586—587, 591—592
Фонды агрессивного роста (*Aggressive growth mutual funds*) 668
Фонды акций (*Equity-income mutual funds*) 668
Фонды денежного рынка общего назначения (*General purpose money funds*) 671
"Форбс" (*Forbes*) 27, 104, 685
Форма 10-К (*Form 10-K*) 105
Франклин Бенджамин (*Franklin, Benjamin*) 212
Фундаментальный анализ (*Fundamental analysis*) 331—354
Фьючерсы (*Futures*) 584—628
биржи (*exchanges*) 49, 585—586, 588—590, 593—594
и краткосрочные ценные бумаги (*short-term securities and*) 610—611
и материальные активы (*tangibles and*) 616—628
контракты (*contracts*) 586—587, 591
опционы (*options on*) 601, 614—616
рынок (*market*) 584—592
спекуляция (*speculating on*) 587, 599
товарные (*commodity*) 593—602
торговля (*trading*) 587—592
финансовые (*financial*) 602—616
хеджирование (*hedging on*) 587
Фьючерсы на золото (*Gold futures*) 622
Фьючерсы на индексы по акциям (*Stock index futures*) 604—606
Хедж "без покрытия" (*Short hedge*) 613
Хеджеры (*Hedgers*) 587
Хеджирование (*Hedging*):
и опционы (*options and*) 560—563, 563—566, 570
и продажа "без покрытия" (*short sale and*) 84, 87—88
и фьючерсы (*futures and*) 587, 600—601, 611, 613
Хеджирование на основе опциона "пут" (*Put hedge*) 560—563, 758

"Цветочные" облигации (*Flower bonds*) 433, 464
Целенаправленная диверсификация (*Purposive diversification*) 21
Цели инвестиции (*Goals, investment*) *см.* Инвестиции, цели (*See Investment, goals for*)
Цена (*Price*):
ежедневный лимит (*daily limit*) 596
конверсионный курс (*conversion*) 508
курс исполнения (подписки) (*exercise*) 533, 535, 537
курс отзыва (*call*) 427
курс подписки (*subscription*) 533
курс предложения (*ask*) 50
курс спроса (*bid*) 50
максимальная ежедневная амплитуда колебания (*maximum daily range*) 596
рыночная (*market*) 15, 537
справедливый курс (*justified*) 378—379
Ценность, обусловленная редкостью (*Scarcity value*) 619
Ценные бумаги (*Securities*) 10—11, 16—17, 27—28
Ценные бумаги с отложенным процентом (*Accrual-type securities*) 180
Ценные бумаги с фиксированным доходом (*Fixed-income securities*) 29—30, 233, 420, 486, 520—521, 671 *см. также* Облигации (*See also Bonds*), Конвертируемые ценные бумаги (*Convertible securities*), Привилегированные акции (*Preferred stocks*)
Ценные бумаги, зарегистрированные на "уличное имя" (*Street name securities*) 83—84

Ценные бумаги, не прошедшие листинг *(Unlisted securities)* 49
Ценные бумаги, обеспеченные закладной *(Mortgage-backed securities)* 444—446, 670
Ценные бумаги, оплачиваемые теми же видами ценных бумаг *(Pay-in-kind preferred stock — PIK)* 500
Ценные бумаги, свободно обращающиеся на открытых рынках *(Publicly traded issues)* 267
Ценные бумаги-проводники *(Pass-through securities)* 444, 604
Ценные бумаги-проводники остаточного характера *(Pass-through residual)* 447
Цикл деловой активности *(Business cycle)* 158, 316—317
Цикл роста *(Growth cycle)* 327, 328
Циклические акции *(Cyclical stocks)* 297

Частные партнерства *(Private partnerships)* 783, 786—787
Чековый счет *(Checking account)*:
взаимных фондов *(mutual funds and)* 171, 678
и счета НАУ *(NOW accounts and)* 171
"Чейнджинг таймс" *(Changing Times)* 104, 685
"Черный понедельник" *(Black Monday October 19, 1987)* 56 *см. также* Биржевой крах *(See also Stockmarket crash)*
"Четвертый" рынок *(Fourth market)* 51
Чикагская биржа опционов *(Chicago Board Options Exchange — CBOE)* 49, 547, 548, 574
Чикагская рисовая и хлопковая биржа *(Chicago Rice and Cotton Exchange)* 49, 585
Чикагская товарная биржа *(Chicago Mercantile Exchange)* 49, 585, 586, 603
Чикагская фондовая биржа *(Chicago Board of Trade — CBT)* 49, 585, 586, 603
Чистая приведенная стоимость *(Net present value — NPV)* 723, 733
Чистая стоимость активов *(Net asset value — NAV)* 497, 649, 655, 689, 843—844 *см. также* Балансовая стоимость *(See also Book value)*
Чистые покупатели *(Net demander)* 17
Чистые убытки *(Net losses)* 165
Чистый поток денежных средств *(After-tax cash flows — ATCFs)* 722—723, 729—730
Чрезмерный взнос, или чрезмерная маржа *(Excess margin)* 77

Шенкман М.М. "Все о налоговом планировании в операциях с недвижимостью" *(Total Real Estate Tax Planner, The Shenkman)* 735
Шмидт Майк *(Schmidt, Mike)* 626

Эдвардс Боб *(Edwards, Bob)* 80
Эквивалентная доходность с учетом налогооблагаемых процентов *(Fully taxable equivalent yield)* 439
Экзамен седьмой серии *(Series 7 exam)* 81
Экономические показатели *(Economic indicators)* 317—322
Экономический анализ *(Economic analysis)* 315—325
Экономический (рыночный) цикл *(Economic (market) cycle)* 159, 160—161
Экс-дивидендная дата *(Ex-dividend date)* 257
Эмиссионный синдикат *(Underwriting syndicate)* 42
Эстетически ценная среда в области сделок с недвижимостью *(Esthetic environment)* 711—712
Этика *(Ethics)* 25
"Эффект акций" *(Equity kicker)* 505
"Эффект рычага" *(Leverage)*:
и варранты *(warrants and)* 534—536, 542—543
и недвижимость *(real estate and)* 720—721
и фондовая покупка в кредит *(margin trading and)* 68—71
и фьючерсы *(futures and)* 596
коэффициенты *(measures of)* 343—347
отрицательный *(negative)* 722
положительный *(positive)* 721
Эффективный портфель *(Efficient portfolio)* 802
Эффективный рынок *(Efficient market)* 397—408

"Ю-эс-эй тудэй" *(USA Today)* 102, 124

S-корпорация *(S corporation)* 776